



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Questioni di Economia e Finanza

(Occasional Papers)

Assetti proprietari e di governance delle imprese italiane:
nuove evidenze e effetti sulla performance delle imprese

di Audinga Baltrunaite, Elisa Brodi e Sauro Mocetti

Ottobre 2019

Numero

514



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Questioni di Economia e Finanza

(Occasional Papers)

Assetti proprietari e di governance delle imprese italiane:
nuove evidenze e effetti sulla performance delle imprese

di Audinga Baltrunaite, Elisa Brodi e Sauro Mocetti

La serie Questioni di economia e finanza ha la finalità di presentare studi e documentazione su aspetti rilevanti per i compiti istituzionali della Banca d'Italia e dell'Eurosistema. Le Questioni di economia e finanza si affiancano ai Temi di discussione volti a fornire contributi originali per la ricerca economica.

La serie comprende lavori realizzati all'interno della Banca, talvolta in collaborazione con l'Eurosistema o con altre Istituzioni. I lavori pubblicati riflettono esclusivamente le opinioni degli autori, senza impegnare la responsabilità delle Istituzioni di appartenenza.

La serie è disponibile online sul sito www.bancaditalia.it.

ISSN 1972-6627 (stampa)

ISSN 1972-6643 (online)

Stampa a cura della Divisione Editoria e stampa della Banca d'Italia

ASSETTI PROPRIETARI E DI GOVERNANCE DELLE IMPRESE ITALIANE: NUOVE EVIDENZE E EFFETTI SULLA PERFORMANCE DELLE IMPRESE

di Audinga Baltrunaite*, Elisa Brodi* e Sauro Mocetti*

Sommario

Il lavoro descrive l'evoluzione degli assetti proprietari e di governance delle imprese italiane, dalla seconda metà degli anni duemila a oggi, ponendosi un triplice obiettivo. In primo luogo, fornire una mappatura aggiornata dell'universo delle società di persone e di capitali, descrivendone i modelli di proprietà, le relazioni tra proprietà e gestione e le caratteristiche di soci e amministratori. In secondo luogo, esaminare gli effetti che alcune misure di diritto societario hanno prodotto in termini di demografia di impresa e di caratteristiche degli operatori che entrano sul mercato. Infine, mostrare alcune correlazioni tra gli indicatori di performance e quelli riguardanti gli assetti di governance, mettendo in luce quali caratteristiche delle imprese ne hanno influenzato maggiormente la crescita e la produttività.

Codici JEL: G32, G34, G38.

Parole chiave: assetti proprietari, governance, diritto societario, impresa familiare, performance delle imprese.

Indice

1. Introduzione.....	5
2. Dati e analisi descrittiva	8
2.1 Dati e variabili.....	8
2.2 Principali dinamiche demografiche.....	10
3. Demografia di impresa ed effetti di alcune riforme	12
3.1 La riduzione del capitale sociale minimo di s.r.l. e s.p.a.....	12
3.2 La costituzione dell'organo di controllo nelle s.r.l.....	17
3.3 La «versatilità» del tipo s.r.l.....	18
4. Gli assetti proprietari.....	19
4.1 Società di persone.....	20
4.2 Società di capitali	22
5. Gli assetti di governance delle società di capitali.....	26
6. La proprietà familiare e i fattori di contesto.....	30
7. Assetti proprietari e di governance e performance	34
8. Imprese familiari e organizzazione interna	38
9. Conclusioni.....	40
Riferimenti bibliografici.....	42
Appendice.....	45

* Banca d'Italia, Servizio Struttura economica.

1. Introduzione *

Le analisi sugli assetti proprietari e di governance del sistema produttivo italiano, riferite alla seconda metà degli anni duemila (Bianchi *et al.*, 2005; Bellavite Pellegrini, 2006; Brandolini e Bugamelli, 2009), mostravano un'elevata concentrazione della proprietà, una larga sovrapposizione tra proprietà e governo dell'impresa e un'ampia diffusione delle imprese familiari. Quest'ultimo elemento, in particolare, veniva indicato come una delle possibili cause della bassa crescita dell'economia italiana, con i soci maggiormente orientati a privilegiare il controllo dell'impresa nel lungo periodo, in luogo della crescita, dell'innovazione e della produttività. Gli anni più recenti sono stati interessati da diversi cambiamenti, che hanno inciso in misura significativa ed eterogenea sul sistema produttivo, con potenziali riflessi sulla governance delle imprese. In primo luogo, vi sono stati diversi interventi normativi volti a favorire l'ingresso nel mercato di nuovi operatori, ad esempio riducendo la dotazione di capitale sociale minimo obbligatorio. Inoltre, il periodo esaminato è stato segnato da una doppia recessione. Una così prolungata e profonda fase negativa del ciclo economico ha comportato un significativo arretramento dei livelli di attività nel sistema produttivo e un potenziale mutamento nelle caratteristiche degli assetti proprietari e di governance delle società, nella misura in cui alcuni modelli organizzativi si sono dimostrati più capaci, rispetto ad altri, di affrontare la crisi.

In tale contesto, il lavoro si pone tre principali obiettivi. Il primo è fornire una mappatura delle imprese italiane descrivendone i modelli di proprietà, le relazioni tra proprietà e gestione e le caratteristiche di soci e amministratori. In particolare, il lavoro sviluppa un'analisi descrittiva aggiornata sull'universo delle imprese là dove i precedenti studi avevano spesso circoscritto l'indagine a specifici segmenti del mondo produttivo (tipicamente le società quotate e/o di maggiori dimensioni). Il secondo obiettivo è quello di esaminare gli effetti che alcuni interventi di diritto societario hanno prodotto in termini di demografia di impresa e di caratteristiche degli operatori che entrano nel mercato. Infine, il lavoro mostra alcune correlazioni relative sia ai fattori di contesto che possono influenzare gli assetti di governance (e, in particolare, la diffusione dell'impresa familiare) sia agli effetti che questi ultimi hanno sulla performance delle imprese.

I dati utilizzati sono quelli raccolti da Infocamere e contengono informazioni sull'anagrafica delle imprese, dei soci e degli esponenti aziendali. Oggetto dell'analisi è l'universo delle società di persone e di capitali, mentre sono escluse, per ragioni di disponibilità delle informazioni, le imprese individuali e le società cooperative¹. Particolare attenzione è dedicata alle società di capitali, per le quali è possibile osservare

* Ringraziamo Silvia Giacomelli e Paolo Sestito per i preziosi suggerimenti. Le opinioni espresse sono degli autori e non riflettono necessariamente quelle della Banca d'Italia.

¹ Le società di persone e di capitali, secondo i dati Istat, impiegano oltre i due terzi del totale degli addetti (e una quota superiore in termini di valore aggiunto).

anche i dati di bilancio, attraverso la base dati Cerved e, pertanto, indicatori di performance. Il periodo di indagine è dalla seconda metà degli anni duemila fino al 2016.

L'analisi dei principali andamenti demografici ha evidenziato un aumento delle società di capitali e una riduzione di quelle di persone. La ricomposizione tra le due categorie – una tendenza che già si era delineata nei decenni precedenti – è stata rafforzata da alcuni interventi normativi che hanno avvicinato, in qualche misura, le società a responsabilità limitata (s.r.l.) alle società di persone. Inoltre, la riduzione del capitale sociale minimo richiesto per la costituzione di società per azioni (s.p.a.) e s.r.l., nonché la circoscrizione delle circostanze che impongono la costituzione di un organo di controllo per le s.r.l., hanno contenuto i costi di entrata e di gestione delle società di capitali e favorito una loro maggiore natalità, soprattutto nella forma di s.r.l. semplificata o s.r.l. ordinaria «piccola» (*i.e.* con capitale sociale inferiore ai 10.000 euro). Queste ultime tipologie, tuttavia, si caratterizzano per una performance peggiore (in termini sia di tassi di uscita dal mercato sia di fatturato) rispetto a s.r.l. ordinarie simili.

Le società di capitali continuano a caratterizzarsi per un'elevata concentrazione della proprietà, una prevalenza dell'impresa familiare, un marcato localismo sia degli imprenditori sia degli amministratori e un contenuto grado di separazione tra proprietà e gestione. Alcune di queste caratteristiche del sistema produttivo italiano erano già state segnalate in altri lavori, che analizzavano i decenni precedenti (Bianchi *et al.*, 2005). Il permanere di questi fenomeni – anche a fronte di una pervasiva rivisitazione del diritto societario – e, al tempo stesso, la forte variabilità sul territorio della loro intensità, suggeriscono che vi possano essere delle determinanti riguardanti i fattori di contesto, all'interno dei quali le imprese nascono e si sviluppano. Semplici correlazioni mostrano, ad esempio, che la diffusione della proprietà familiare è più elevata nei territori nei quali il livello di indebitamento è minore, il grado di fiducia generalizzata è più basso, il funzionamento della giustizia è peggiore e l'intensità dell'evasione è maggiore, suggerendo che il controllo familiare possa rappresentare una risposta degli imprenditori ad alcune inefficienze dell'ambiente istituzionale e sociale circostante.

L'indagine empirica si conclude con l'analisi delle correlazioni tra le principali variabili che definiscono gli assetti proprietari e di governance e quelle sulla performance delle imprese. Secondo i nostri risultati, le imprese familiari si caratterizzano per una minore crescita del fatturato, una minore produttività del lavoro e un minore tasso di investimento, a fronte di una più bassa probabilità di uscita dal mercato. La minore produttività delle imprese familiari è in parte attribuibile ai più bassi livelli di istruzione della sua forza lavoro, a una minore diffusione di buone pratiche manageriali e a una minore dotazione di nuove tecnologie. La peggiore performance delle imprese familiari è più marcata per gli operatori più grandi, per quelli operanti nel settore manifatturiero (maggiormente esposto alla concorrenza) e per quelli insediati nel Centro-Nord. Infine, la coincidenza tra proprietà e gestione si associa, in media, a risultati positivi lungo tutte le dimensioni analizzate; l'effetto si annulla e diventa negativo per le imprese medie e

grandi. Tale risultato potrebbe suggerire che il cumulo di ruoli – *i.e.* socio e amministratore – risolve problemi di agenzia; tuttavia, questo effetto svanisce con il crescere della dimensione di impresa e quindi, plausibilmente, con l'esigenza di avere competenze manageriali più complesse, non necessariamente in possesso dei membri della compagine.

Il presente lavoro si inserisce nell'ampia letteratura – sviluppatasi soprattutto a partire dagli anni novanta – che indaga il nesso sussistente tra i sistemi di governo e la performance di impresa. Con riferimento alle analisi empiriche, i pionieristici lavori di La Porta *et al.* (1997, 1998 e 2000) esaminavano, con analisi *cross-country*, le relazioni intercorrenti tra diritto, corporate governance e finanza. In questi lavori, fattori di contesto quali la scarsa protezione dei soci di minoranza e l'inefficienza del sistema giudiziario si associavano a una maggiore concentrazione della proprietà e a un minore sviluppo dei mercati finanziari. Studi più recenti hanno spostato l'analisi a un livello più microeconomico, analizzando gli effetti delle scelte di governance sulla performance delle imprese². Tali analisi mostrano come la performance e l'efficiente gestione dell'impresa dipendano dal potere decisionale attribuito all'organo esecutivo (Adams *et al.*, 2005), dalla successione dinastica all'interno dell'azienda (Pérez-González, 2006; Bennedsen *et al.*, 2007), dal grado di concentrazione della proprietà (Short, 1994; Gugler, 2001), dalla diversità anagrafica all'interno del consiglio di amministrazione (Bernile *et al.*, 2018), dal grado di localismo dell'imprenditore (Michelacci e Silva, 2007) e dalla proprietà familiare³. Con riferimento a quest'ultimo aspetto, non vi è unanimità di giudizio in letteratura sugli effetti sulla performance dell'impresa, sia dal punto di vista teorico (Bertrand e Schoar, 2006) che da quello empirico (Miller *et al.*, 2007; Bhaumik e Gregoriou, 2010). L'eterogeneità dei risultati è parzialmente attribuibile alla diversa composizione delle imprese osservate, alle differenti definizioni usate per impresa familiare e, non da ultimo, ai variegati contesti analizzati⁴.

Il presente lavoro contribuisce alla letteratura, non solo fornendo un'analisi descrittiva aggiornata e su base censuaria sugli assetti proprietari e di governance delle imprese italiane, ma anche mostrando gli effetti di alcune disposizioni di diritto societario sulla demografia; analizzando i fattori di contesto che influenzano la diffusione della proprietà familiare; e mostrando come le relazioni tra gli assetti di governance e la

² Altri studi hanno analizzato il ruolo di manager competenti (Bertrandt e Shoar, 2003; Kaplan *et al.*, 2012; Baltrunaite *et al.*, 2019) o della diffusione di pratiche manageriali virtuose (Bloom e Van Reenen, 2007; 2010; Bloom *et al.*, 2019; Giorcelli, 2019).

³ Pérez-González (2006) e Bennedsen *et al.* (2007) evidenziano una performance peggiore delle imprese familiari e la riconducono al passaggio generazionale della gestione all'interno alla famiglia. Bloom e Van Reenen (2007 e 2010) mostrano che le cattive pratiche manageriali sono più diffuse quando nelle imprese familiari il controllo viene trasmesso ai primogeniti. Con riferimento all'Italia, Cucculelli e Micucci (2008) segnalano che il mantenimento della gestione all'interno della famiglia ha effetti negativi sulla performance. Sulle distorsioni nei meccanismi di selezione degli amministratori – basati più sulle relazioni sociali o familiari e meno sul merito – si veda anche Lippi e Schivardi (2014) e Bandiera *et al.* (2015).

⁴ Si vedano, tra gli altri, Anderson e Reeb (2003) e Villalonga e Amit (2006) per analisi riferite agli Stati Uniti e Sraer e Thesmar (2007) rispetto alla Francia.

performance varino significativamente a seconda della tipologia di imprese e mercati considerati.

Il resto del lavoro è così organizzato: la Sezione 2 descrive i dati utilizzati e le principali dinamiche demografiche; la Sezione 3 discute alcuni interventi normativi e i loro effetti sulla demografia di impresa; le Sezioni 4 e 5 riportano alcuni fatti stilizzati, rispettivamente, sugli assetti proprietari e di governance delle imprese; la Sezione 6 esamina i fattori di contesto che si correlano con la diffusione della proprietà familiare; la Sezione 7 discute la relazione tra le variabili di governance e la performance delle imprese; la Sezione 8 approfondisce l'analisi dei fattori che possono influenzare la minore produttività delle imprese familiari; la Sezione 9 riporta alcune considerazioni conclusive.

2. Dati e analisi descrittiva

2.1 Dati e variabili

Il lavoro utilizza due principali fonti di dati. La prima è la banca dati Infocamere, che si basa sui registri amministrativi delle imprese italiane raccolti dalle camere di commercio provinciali, per il periodo 2005-2016. Il dataset contiene le informazioni anagrafiche – correnti e storiche – sull'universo delle società di capitali e di persone del settore privato non finanziario⁵. Esso riporta, tra l'altro, le informazioni riguardanti i soci e gli amministratori. Per questi ultimi, sono disponibili le informazioni personali, ovvero nome, cognome e codice fiscale, dalle quali possono essere ricostruite le indicazioni sull'età, il genere e il luogo di nascita. Sulla base di tali dati, sono state ricostruite altre variabili a livello di impresa, che descrivono le varie tipologie di assetto proprietario – come la proprietà familiare o il livello di concentrazione della proprietà – e di governance – come il grado di localismo degli amministratori o la coincidenza tra proprietà e gestione – che la contraddistinguono.

È opportuno segnalare che i dati Infocamere sovrastimano il numero di imprese attive, in particolare per le società di capitali⁶. Questo potrebbe riflettere il permanere negli archivi delle camere di commercio di imprese che, nei fatti, non sono più operative, ma che non sono state cancellate. La non cancellazione, a sua volta, potrebbe dipendere da ritardi di natura amministrativa delle camere di commercio, da una mancata segnalazione da parte della società o dalla volontà dell'imprenditore di mantenere l'impresa iscritta, anche se non attiva. Per tali ragioni, i dati sui tassi di uscita ricavati da

⁵ In particolare, sono escluse le sezioni di attività economica K, O, T e U. Si includono solo le imprese attive, secondo lo stato registrato in Infocamere. Negli archivi delle camere di commercio sono contenute anche le informazioni anagrafiche sulle altre tipologie di imprese, quali le imprese individuali o le società cooperative. Tali soggetti sono stati, tuttavia, esclusi da questa analisi.

⁶ Si veda l'Appendice, per un confronto tra i dati Infocamere e quelli fonte Istat e Cerved.

Infocamere sono fortemente sottostimati mentre quelli sullo stock di imprese risultano sovrastimati.

La Tavola 1 riporta la lista delle variabili ricostruite sui dati Infocamere, la loro descrizione e le principali statistiche descrittive.

Tavola 1. Principali variabili e statistiche descrittive dei dati Infocamere

Variabile	Descrizione	Società di persone	Società di capitali
Numero soci	Numero di soci che detengono una partecipazione nel capitale sociale	2,5	2,8
Concentrazione proprietà	Percentuale di capitale sociale detenuta dal socio di maggioranza relativa	59,6	65,2
Quota soci donne	Percentuale di capitale sociale detenuta da donne	35,0	37,9
Quota soci giovani	Percentuale di capitale sociale detenuta da soci con meno di 35 anni	15,4	10,6
Quota soci nati all'estero	Percentuale di capitale sociale detenuta da soci nati all'estero	5,7	5,1
Quota soci seconda generazione	Percentuale di capitale sociale detenuta da soci nati in Italia con cognome straniero	5,1	18,5
Quota soci locali	Percentuale di capitale sociale detenuta da soci nati nella provincia dell'impresa	69,1	55,1
Quota imprese familiari	L'impresa è familiare se la maggioranza del capitale sociale è detenuta da soci con stesso cognome	74,6	64,9
Numero amministratori	Numero di componenti dell'organo gestorio	1,6	1,6
Quota amministratori donne	Quota amministratori donne	24,2	22,8
Quota amministratori giovani	Quota amministratori con meno di 35 anni	9,7	11,3
Quota amministratori nati all'estero	Quota amministratori nati all'estero	3,2	5,4
Quota amministratori seconda generazione	Quota amministratori nati in Italia con cognome straniero	6,3	3,2
Quota amministratori locali	Quota amministratori nati nella stessa provincia dell'impresa	78,6	62,6
Coincidenza proprietà-gestione	Percentuale di capitale sociale detenuta dagli amministratori	-	41,7
Mobilità degli amministratori	Quota degli amministratori subentrati nell'anno	-	5,1

Fonte: elaborazioni su dati Infocamere.

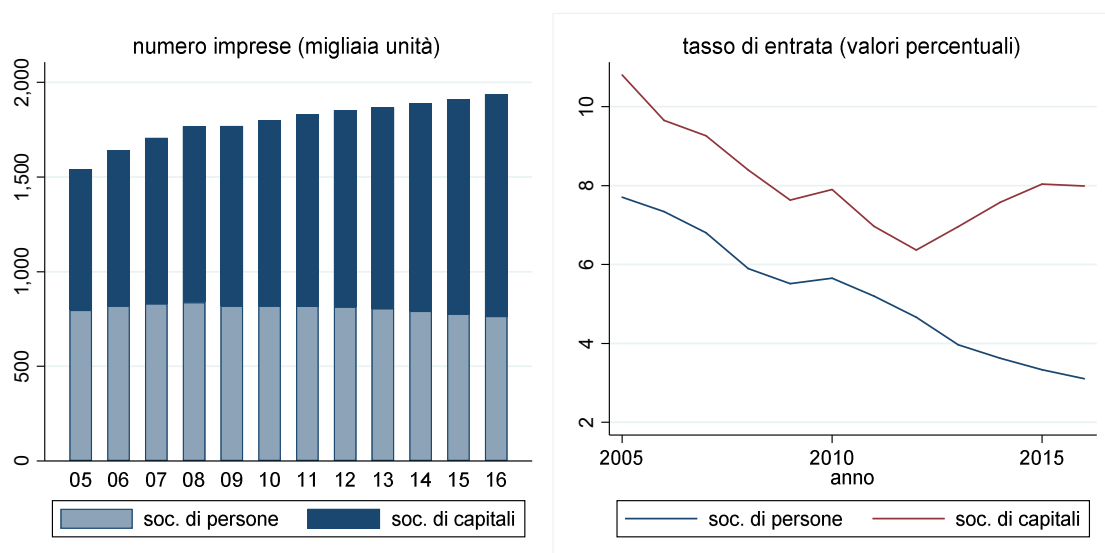
Sono riportati, per ciascuna variabile, una sua breve descrizione e il suo valore medio distinguendo le imprese per forma giuridica. Le medie si riferiscono all'universo delle imprese censite in Infocamere nella media del periodo analizzato (dal 2005 al 2016).

La seconda fonte è la banca dati gestita dal Gruppo Cerved, che raccoglie i bilanci dell'universo delle società di capitali per il periodo 2005-2016. Ai fini del presente lavoro, sono stati adoperati soprattutto il fatturato e il numero di addetti (ricostruito, quando mancante, su stime basate sul costo del lavoro) e il loro rapporto, così da ottenere una misura di produttività del lavoro. Tali variabili, insieme a un indicatore di uscita dal mercato desunto dall'assenza di fatturato, rappresentano gli indicatori di performance delle imprese utilizzati ai fini della nostra analisi.

2.2 Principali dinamiche demografiche

Secondo i dati di Infocamere, nel 2016 le società di persone e di capitali erano pari a circa 2 milioni, un valore in crescita rispetto al 2005 (Fig. 1). Tale aumento è stato interamente trainato dalle società di capitali, a fronte di una riduzione delle società di persone. Il tasso di entrata delle società di capitali si è mantenuto costantemente superiore a quello delle società di persone, per tutto il periodo considerato. Inoltre, il tasso di entrata delle prime ha registrato negli anni recenti una inversione, in linea con gli andamenti del ciclo economico, mentre quello delle seconde ha continuato a diminuire.

Figura 1. Principali dinamiche demografiche



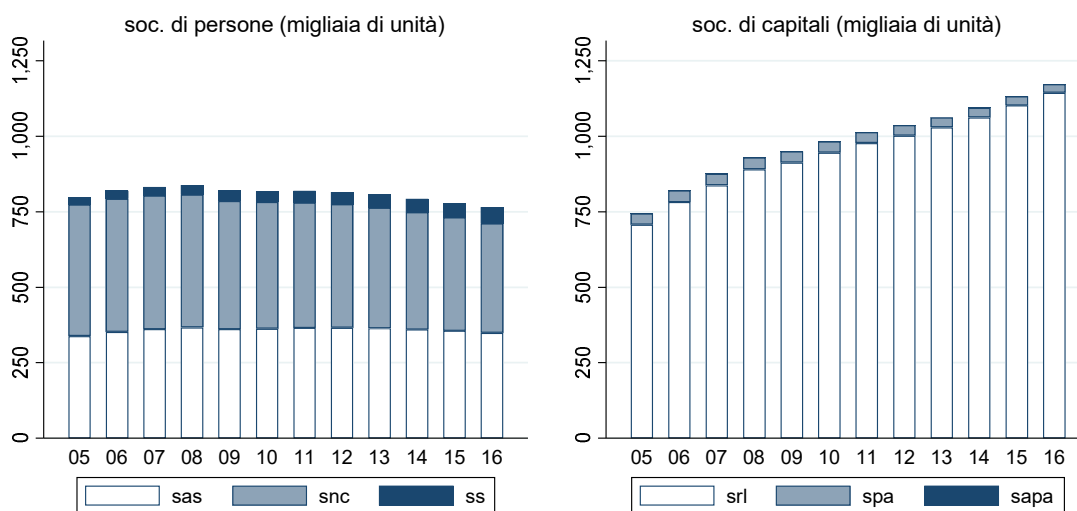
Fonte: elaborazioni su dati Infocamere.

Per le società di capitali, l'aumento è interamente ascrivibile alle s.r.l., mentre per le società di persone la flessione è attribuibile, in larga parte, alle società in nome collettivo (Fig. 2). La ricomposizione tra società di capitali e di persone, a favore delle prime, costituisce una tendenza che si era già delineata nei decenni precedenti e che è stata rafforzata da alcuni interventi normativi più recenti che hanno avvicinato la s.r.l. alle società di persone⁷. Le società di persone presentano tendenzialmente una minore capitalizzazione (Fig. 3) e, in termini settoriali, sono più diffuse nel comparto agricolo e nei servizi (e, tra questi ultimi, soprattutto nei servizi di alloggio e ristorazione)⁸.

⁷ Belcredi e Micossi (2001) mostrano un arresto dell'appetibilità del modello delle società di persone già durante gli anni ottanta e novanta.

⁸ Il risultato è in parte spiegabile dalle limitazioni all'impiego delle società semplici che, non potendo svolgere attività commerciale, sono diffuse nel comparto agricolo e nelle attività sportive dilettantistiche.

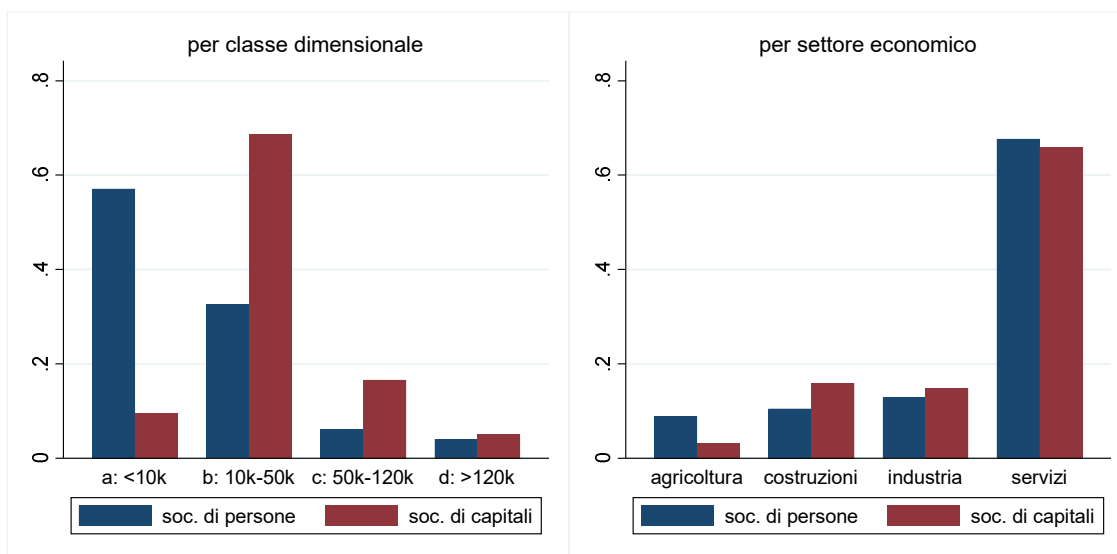
Figura 2. Dinamiche demografiche per forma giuridica



Fonte: elaborazioni su dati Infocamere.

Le forme giuridiche del pannello di sinistra (società di persone) sono: società in accomandita semplice (s.a.s.), società in nome collettivo (s.n.c.) e società semplice (s.s.); quelle del pannello di destra (società di capitali) sono: società a responsabilità limitata (s.r.l.) società per azioni (s.p.a.) e società in accomandita per azioni (s.a.p.a.).

Figura 3. Distribuzione per classe dimensionale e settore di attività economica



Fonte: elaborazioni su dati Infocamere.

Le classi dimensionali sono costruite sulla base del capitale sociale.

3. Demografia di impresa ed effetti di alcune riforme

Le dinamiche demografiche commentate nella precedente sezione potrebbero riflettere anche l'effetto di alcuni provvedimenti normativi, idonei a incidere sulla natalità delle società e/o sulla preferenza accordata dai nuovi imprenditori a specifiche forme giuridiche.

La disciplina delle società di capitali è stata oggetto di un'ampia rivisitazione con la riforma del diritto societario del 2003-2004, alla quale hanno fatto seguito ulteriori interventi, che hanno interessato in particolare le s.r.l., elaborati tra il 2012 e il 2014.

Rispetto ai profili di governance, le misure del biennio 2003-2004 hanno rimodulato i modelli organizzativi. Per ciò che concerne le s.p.a., ad esempio, sono stati ampliati i modelli di amministrazione e controllo, così da dotare il sistema di istituti affini a quelli presenti negli ordinamenti di altre economie avanzate e da renderlo più attrattivo agli occhi di potenziali investitori, inclusi quelli esteri⁹. Riguardo alle s.r.l., gli interventi si sono prefissi l'obiettivo di incrementarne la flessibilità organizzativa così da renderla idonea a gestire i più variegati progetti imprenditoriali, da quelli più semplici sino a quelli più articolati.

Negli anni più recenti, ulteriori innovazioni hanno interessato sia la fase genetica che quella operativa delle società. Per ciò che concerne le s.r.l. è stato ridotto il capitale sociale minimo richiesto per la costituzione e sono state limitate le ipotesi di costituzione obbligatoria dell'organo di controllo. Per quanto riguarda le s.p.a., le maggiori innovazioni hanno riguardato la modulazione dei diritti di voto e la riduzione del livello di capitalizzazione minima – in quest'ultimo caso, in sintonia con quanto avvenuto per le s.r.l. e con le più recenti tendenze registrate in economie comparabili. Di seguito, si descrivono gli effetti sulla demografia d'impresa di tali misure, distinguendo tra quelle che hanno ridotto i costi di avvio (sezione 3.1) e quelle che hanno circoscritto i costi di gestione (3.2).

3.1 La riduzione del capitale sociale minimo di s.r.l. e s.p.a.

Nel biennio 2012-2013 è stato elaborato un *set* di misure tese ad alleggerire i costi di costituzione delle s.r.l.¹⁰. L'azione riformatrice discende da un mutato approccio allo

⁹ I modelli alternativi di governance hanno registrato una scarsa diffusione. All'indomani della riforma, ne segnalavano un modesto utilizzo Bellavite Pellegrini (2006) e Notari (2006). Nostre elaborazioni più recenti confermano questo risultato. Nel 2016 le s.p.a. che avevano adottato il sistema dualistico o monistico rappresentavano lo 0,3% del totale (42 e 58, rispettivamente, in numeri assoluti). Il sistema monistico era più diffuso nei servizi professionali (0,5%), quello dualistico nelle public utilities (0,7%). Nel comparto finanziario-assicurativo, non considerato in questo lavoro, esse rappresentavano lo 0,6%. Rispetto al profilo dimensionale, le s.p.a. con il modello monistico si connotavano per caratteristiche affini a quelle delle s.p.a. tradizionali, mentre le s.p.a. dotate di modello dualistico risultavano significativamente più grandi.

¹⁰ Cfr. d.l. 24 gennaio 2012, n. 1 cd. «Cresci Italia», d.l. 22 giugno 2012, n. 83 cd. «sviluppo» e d.l. 28 giugno 2013, n. 76 cd. «lavoro». Il d.l. «sviluppo» aveva previsto un sotto-tipo – espunto dall'ordinamento e

svolgimento dell'attività di impresa, orientato a contenere al minimo il capitale di rischio richiesto ai soci (pari anche solo a 1 euro), avvicinando l'ordinamento domestico a quanto da tempo previsto in altri paesi dell'Unione Europea (UE)¹¹. Il percorso che ha indotto ad abolire, di fatto, il requisito del capitale di rischio è stato plasmato dalla giurisprudenza della Corte di Giustizia europea, che con varie pronunce, rese dal 1999 al 2003, ha riconosciuto la libertà di stabilimento nella UE a tutte le società costituite nella forma giuridica propria del paese di origine¹². Da ciò è derivata una forte spinta, per i legislatori nazionali, ad arginare l'eccezionale diffusione delle *Private Limited Companies*, costituite nel Regno Unito con una sterlina di capitale sociale, ma attive esclusivamente all'estero¹³.

Per effetto delle innovazioni sopra accennate, un imprenditore interessato a costituire una s.r.l. con una dotazione *di equity* inferiore ai 10.000 euro dispone oggi di due opportunità: ricorrere a una s.r.l. semplificata o a una s.r.l. ordinaria «piccola». La griglia che segue sintetizza e confronta gli elementi che caratterizzano ciascuna delle tre tipologie di s.r.l. sussistenti (Tav. 2)¹⁴.

Tavola 2. Requisiti per la costituzione delle diverse fattispecie di s.r.l.

	S.r.l. semplificata	S.r.l. ordinaria	
		“piccola” capitale < 10.000 euro	“grande” capitale >= 10.000 euro
Capitale sociale minimo	1 euro	1 euro	10.000 euro
Conferimenti	versamento integrale	versamento integrale	25 per cento
Riserva legale	20 per cento	20 per cento	5 per cento
Statuto	standard	liberamente definibile	liberamente definibile
Onorari notarili per statuto	non dovuti	dovuti	dovuti
Tipologia soci	solo persone fisiche	anche persone giuridiche	anche persone giuridiche

In particolare, la s.r.l. semplificata si distingue per i minori costi di costituzione: non sono dovuti onorari notarili per la redazione dello statuto e le spese per l'iscrizione presso il registro delle imprese sono decurtate. Alla riduzione dei costi di avvio, fa da

trasformato in s.r.l. semplificata dal successivo d.l. «lavoro» – denominato s.r.l. a capitale ridotto, allora immaginato come strumento adottabile da soggetti con più di trentacinque anni di età.

¹¹ A partire dallo scorso decennio, la dottrina giuseconomica ha dato vita a un intenso dibattito sul ruolo del capitale sociale e, in particolare, se esso fosse o meno elemento necessario per lo svolgimento di attività di impresa. Si veda Enriques e Macey (2001).

¹² Si fa, in particolare, riferimento alle sentenze «Centros», «überseering» e Inspire Art».

¹³ Si veda Portale (2010) per una ricostruzione della giurisprudenza comunitaria sulla libertà di stabilimento e concorrenza di ordinamenti all'interno dell'Unione.

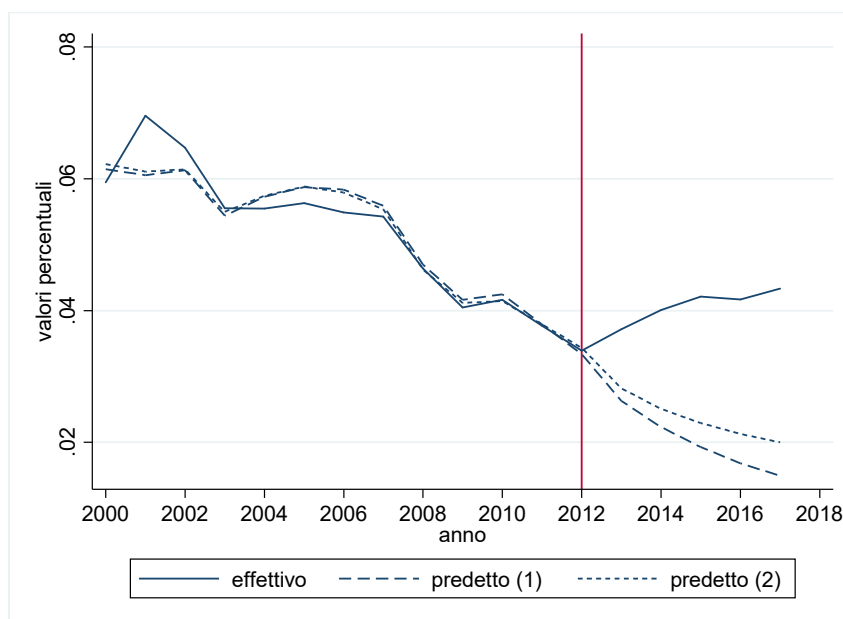
¹⁴ Tra i primi commenti dei nuovi sotto-tipi si veda Brodi (2014), Ferri (2014) e Macrì (2014).

contrappunto l'obbligo di adottare uno statuto standard, il cui contenuto è fissato con decreto del Ministero della giustizia. Per contro, la s.r.l. ordinaria «piccola» si caratterizza (rispetto alla s.r.l. semplificata) per la possibilità di plasmare liberamente le regole organizzative, a fronte del pagamento degli onorari notarili¹⁵.

Anche per le s.p.a. – in sintonia con quanto avvenuto per le s.r.l. – è stato ridotto il livello di capitalizzazione minima. In particolare, nel 2014 il capitale sociale necessario per la costituzione è stato portato da 120.000 a 50.000 euro, avvicinando questa soglia a quella vigente in altri paesi europei¹⁶.

L'analisi descrittiva che segue mira a esaminare, in quale misura, gli interventi ora descritti abbiano favorito la natalità delle imprese (ossia l'ingresso nel mercato di imprenditori che altrimenti non vi sarebbero entrati) e/o la ricomposizione dei diversi tipi societari (ossia la diversa veste imprenditoriale scelta all'interno delle società di capitali).

Figura 4. Tasso di natalità delle società di capitali



Fonte: elaborazioni su dati Infocamere e ISTAT.

I tassi sono predetti sulla base di un modello di regressione che considera, tra le determinanti del tasso di entrata, le seguenti variabili: il tasso di crescita del PIL trimestrale (corrente e ritardato), il tasso di entrata delle società di capitali nel trimestre precedente e il tasso di entrata di altre tipologie di imprese: le ditte individuali (1) e le società di persone (2).

Per analizzare gli effetti sulla natalità delle imprese è stato, innanzitutto, confrontato il tasso di entrata nel mercato delle società di capitali con quello predetto da un modello di regressione che, per gli anni precedenti la riforma, stima la relazione tra il

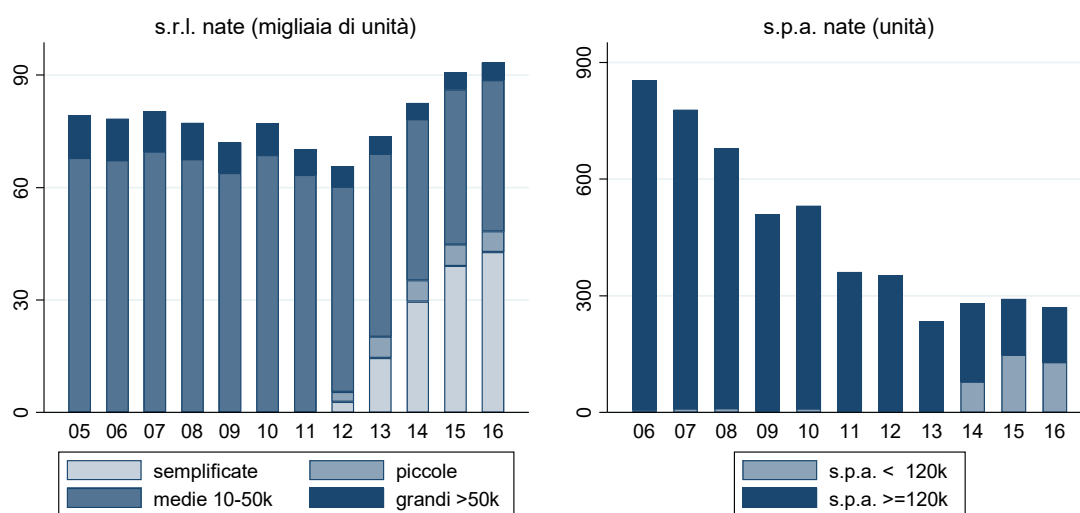
¹⁵ Secondo Cappiello (2013) per la costituzione di una s.r.l. con 10.000 euro sono dovuti circa 1.000/1.500 euro di onorario notarile.

¹⁶ Cfr. d.l. 24 giugno 2014, n. 91.

tasso di entrata delle società di capitali e altre variabili economiche¹⁷. In particolare, tra i predittori del tasso di entrata delle società di capitali osservato trimestralmente dal 2000 al 2012, sono stati inclusi il tasso di crescita del PIL trimestrale (corrente e ritardato) – per catturare la relazione tra demografia e crescita economica – il tasso di entrata delle imprese individuali (o delle società di persone) – per catturare altri fattori associati alla natalità di impresa – il tasso di entrata delle società di capitali nel trimestre precedente – per catturare la dipendenza dal passato – ed effetti fissi trimestrali – per catturare fenomeni di stagionalità nella natalità di impresa. Sulla base dei coefficienti stimati è stato predetto il tasso di entrata sia per il periodo precedente la riforma (così da verificare implicitamente la bontà del modello) sia per quello successivo (così da avere uno scenario controfattuale con cui confrontare il tasso di entrata osservato).

Il tasso di entrata effettivamente osservato e quello predetto dal modello – entrambi riaggregati a livello annuale – mostrano che il modello ha una buona capacità esplicativa nel periodo precedente, mentre i due tassi divergono, progressivamente, a partire dal 2012 (Fig. 4)¹⁸. Questa evidenza suggerisce che le modifiche elaborate dal 2012 in poi hanno favorito la natalità delle società di capitali. Tuttavia i risultati non possono essere interpretati in termini causali, poiché non è possibile escludere che vi siano stati effetti di sostituzione indotti dagli interventi normativi tra, ad esempio, le s.r.l. semplificate e le imprese individuali e/o le società di persone.

Figura 5. Società di capitali nate per ammontare del capitale sociale



Fonte: elaborazioni su dati Infocamere.

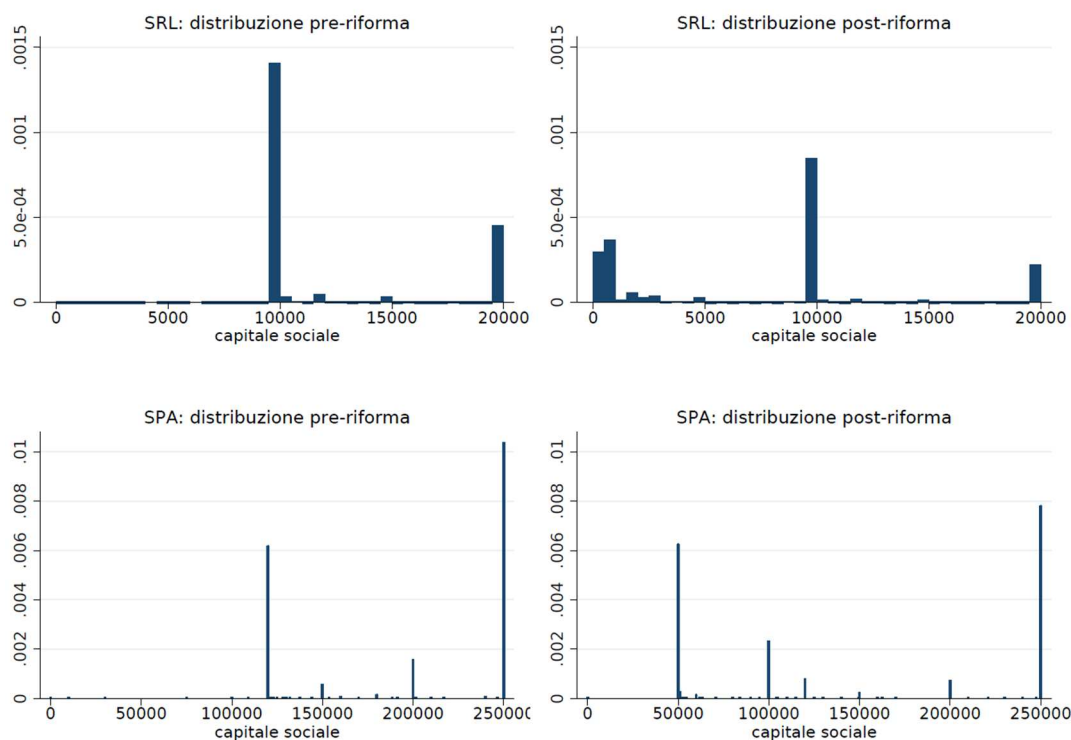
¹⁷ In questo esercizio, per ragioni di disponibilità dei dati, non si distingue tra s.r.l. e s.p.a..

¹⁸ I risultati sono analoghi se si escludono le variabili ritardate dal modello e/o se si considerano dati a livello di regione-anno, invece che nazionali e trimestrali per la stima della relazione di interesse.

A una probabile maggiore natalità si è associato anche un marcato effetto sostituzione. Le s.r.l. di dimensioni medie (quelle con un capitale sociale prossimo alla soglia di 10.000 euro) si sono significativamente ridotte in termini sia assoluti sia relativi (Fig. 5). Prima degli interventi del 2012, esse rappresentavano circa il 90% delle nuove nate, mentre dopo la riforma tale valore si è più che dimezzato, suggerendo che una quota consistente di società, che sarebbero nate comunque, si sono costituite come s.r.l. semplificate o ordinarie «piccole». Analogamente, un effetto sostituzione è visibile anche per le s.p.a. per le quali è stato ridotto a 50.000 euro il capitale minimo di rischio.

Più in dettaglio, l'abbassamento della soglia ha favorito uno spostamento, nella distribuzione dell'equity delle società di capitali di nuova nascita, verso valori più bassi e l'ammassamento delle imprese (*bunching*) intorno ai nuovi livelli minimi (Fig. 6).

Figura 6. Nuove società di capitali e requisiti minimi di capitale sociale



Fonte: elaborazioni su dati Infocamere.

Le figure riportano le distribuzioni di densità delle imprese nate, prima e dopo la riforma, per livello di capitale sociale.

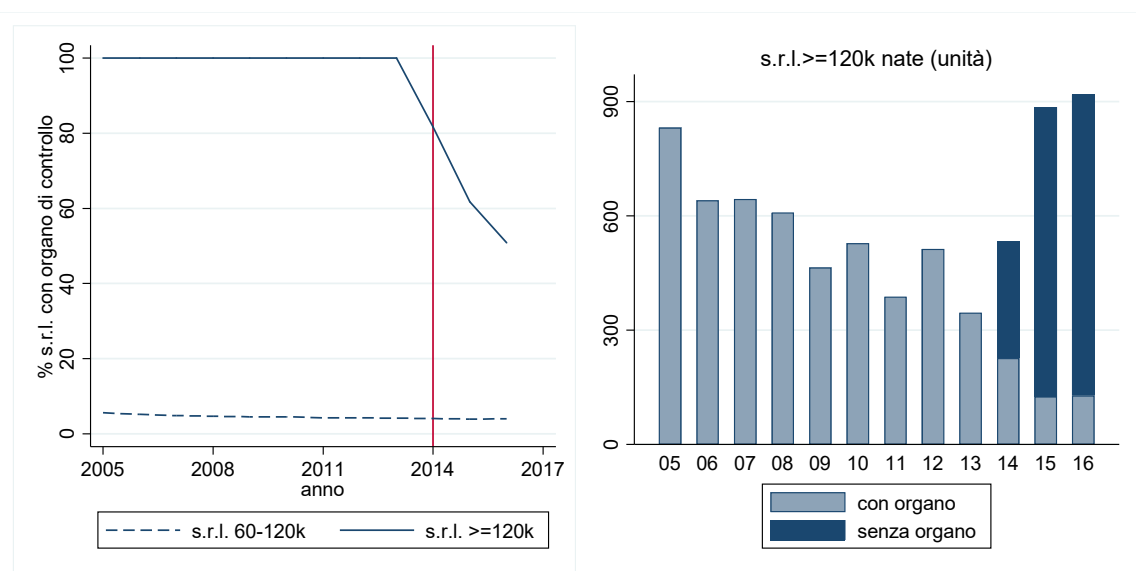
La diffusione delle s.r.l. semplificate, dal 2012 in avanti, è il fenomeno numericamente più consistente. Per avere alcune indicazioni sugli effetti economici dell'intervento, abbiamo effettuato un semplice esercizio descrittivo. In particolare, la performance economica delle s.r.l. semplificate e delle s.r.l. ordinarie «piccole» è stata confrontata con quella delle s.r.l. ordinarie nate negli stessi anni, con un capitale sociale pari a 10.000

euro¹⁹. A tre anni dalla costituzione, il tasso di uscita dal mercato delle prime – inteso come assenza di fatturato secondo i dati Cerved – è di 8 punti percentuali superiore rispetto a quello delle seconde. Il risultato è statisticamente significativo ed è confermato anche a parità di regione di localizzazione dell’impresa e di settore di attività economica. Tra le società che sopravvivono, il fatturato delle s.r.l. ordinarie è più del doppio di quello registrato dalle s.r.l. semplificate e «piccole» (740.000 contro 340.000 euro). Ovviamente, queste evidenze non possono essere considerate conclusive perché misurano la performance solo nel breve termine e possono nascondere dinamiche di crescita eterogenee: ad esempio, i nuovi sotto-tipi di s.r.l. potrebbero essere adoperati per iniziative imprenditoriali più rischiose e/o che necessitano di un arco temporale maggiore per uscire dalla fase di *start-up*.

3.2 La costituzione dell’organo di controllo nelle s.r.l.

Alla riduzione dei costi di avvio, si sono affiancate anche misure per contenere i costi di gestione delle s.r.l., circoscrivendo il novero di circostanze che rendevano obbligatoria la costituzione dell’organo di controllo (interno o esterno). In particolare, nel 2014 è stata eliminata la necessità di procedere alla nomina di sindaci e/o revisori per tutte le s.r.l. dotate di un capitale sociale pari o superiore a 120.000 euro²⁰.

Figura 7. Presenza dell’organo di controllo nelle s.r.l.



Fonte: elaborazioni su dati Infocamere e ISTAT.

¹⁹ L’assunzione sottostante è che in assenza della riforma le prime (o una parte di esse) sarebbero comunque nate, ma dotandosi di un capitale di rischio pari a 10.000, il valore minimo richiesto dalla legge.

²⁰ Cfr. art. 9-ter, comma 8, d.l. n. 91, del 24 giugno 2014, convertito con modifiche dalla l. 11 agosto 2014, n. 116.

Prima di tale intervento, solo l'1% delle s.r.l. collocate al di sotto del predetto livello disponeva dell'organo di controllo²¹. La percentuale risultava contenuta anche considerando le s.r.l. con una dotazione prossima, ma inferiore, al valore soglia: 4% di quelle con capitale sociale compreso tra 60.000 e 120.000 euro. In seguito alla novità legislativa, molte imprese con un capitale sociale di almeno 120.000 euro hanno rinunciato alla nomina di sindaci e/o revisori. In termini di stock, nel 2017 queste erano la maggioranza (Fig. 7); indicazioni analoghe si ottengono guardando il flusso di imprese nate (sempre tra quelle con un capitale sociale di almeno 120.000 euro)²².

L'opportunità di contenere i costi di gestione può tuttavia essere foriera di alcune criticità. Se, da un lato, la presenza sindaci o revisori può imporre costi non trascurabili, dall'altro essa permette all'impresa di essere percepita come maggiormente trasparente, con potenziali effetti positivi anche in termini di accesso e/o costo del credito. Quest'ultimo profilo ha acquisito particolare rilevanza sin dall'adozione delle regole di Basilea 2, che rendono la struttura di governance dell'impresa-debitrice oggetto di valutazione nella determinazione del rischio di credito. La complessità insita nell'individuare un punto di equilibrio nel trade-off indicato può, almeno in parte, spiegare i molteplici interventi che hanno ridisegnato, nel tempo, l'area di operatività dell'organo di controllo. Ad esempio, nel solco inverso a quello sino a qui illustrato, si pone la recente – nonché ripetuta – riscrittura dell'art. 2477 del codice civile, che amplia notevolmente le circostanze nelle quali è obbligatoria la nomina di sindaci o revisori²³.

3.3 La «versatilità» del tipo s.r.l.

Le s.r.l. si sono caratterizzate, nel periodo esaminato, non solo per una positiva dinamica demografica, ma anche per un'accentuata «versatilità», intesa come idoneità a svolgere una grande varietà di progetti imprenditoriali, da quelli di minor complessità sino a quelli più sofisticati. Tale versatilità è stata favorita da numerose misure, che hanno, da un lato, ridotto i costi di entrata e di gestione e, dall'altro, ampliato le modalità di «controllo» (*i.e.* riconoscendo ai soci la possibilità di gestire l'impresa).

Nel complesso, le norme hanno incrementato l'attrattività della s.r.l. entro vari profili: *i)* rendendola un potenziale sostituto di altre forme riconducibili alle società di persone, poiché con un impegno economico limitato può essere acquisito il beneficio della responsabilità limitata (si è, infatti, parlato di un modello di «società personale a responsabilità limitata»²⁴); *ii)* ampliandone la rilevanza all'interno delle società di capitali, così da favorirne un'autentica emancipazione dalla contigua figura della s.p.a., in

²¹ Per alcune imprese l'obbligo poteva infatti scattare in ragione degli altri criteri riportati *sub* art. 2477 c.c..

²² Guardando alle caratteristiche di impresa, quelle dotate di organo di controllo risultano tendenzialmente più grandi e sono meno spesso connotate da una proprietà familiare.

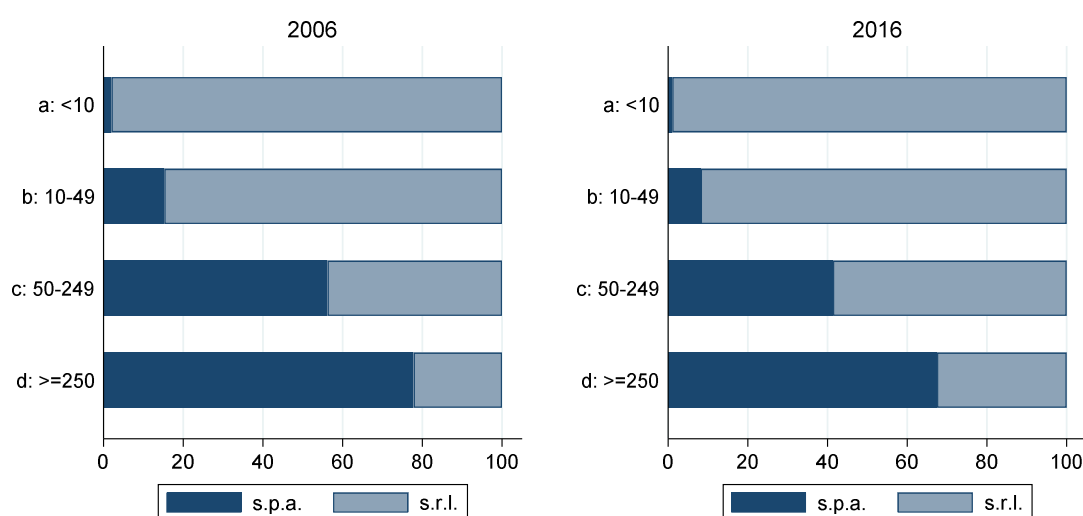
²³ Cfr., da ultimo, la l. 14 giugno 2019, n. 55, di conversione del d.l. 18 aprile 2019, n. 32.

²⁴ All'indomani della riforma del diritto societario, Montalenti (2006) rifletteva sul «possibile assorbimento delle società di persone da parte delle società capitalistiche, in particolare della s.r.l.».

virtù dei minori costi operativi, delle più snelle modalità di organizzazione e del più ampio coinvolgimento dei soci della gestione dell'impresa.

La versatilità delle s.r.l. è corroborata dall'evidenza descrittiva: tali società sono ampiamente utilizzate in ogni classe dimensionale delle imprese (Fig. 8). Nel 2016, in particolare, oltre il 30% delle società di capitali con almeno 250 addetti era una s.r.l.: una percentuale significativa e in crescita di circa 10 punti percentuali rispetto al 2006. Evidenze analoghe si ottengono adoperando il fatturato come criterio dimensionale.

Figura 8. Distribuzione delle società di capitali per classe dimensionale



Fonte: elaborazioni su dati Infocamere e Cerved.

La classificazione dimensionale tra imprese micro, piccole, medie e grandi è effettuata in base al numero degli addetti, stimati con il costo del lavoro sui dati Cerved.

4. Gli assetti proprietari

In questa sezione vengono riportati alcuni fatti stilizzati sugli assetti proprietari, distinguendo tra società di persone e di capitali. Nell'esaminare tali assetti – per semplicità e per disponibilità di dati – si assume che il peso decisionale di ciascun socio sia proporzionale alla partecipazione detenuta nel capitale sociale, sebbene l'assunzione non risulti sempre vera nei fatti²⁵. Si definiscono gli assetti proprietari, inoltre, in base alle partecipazioni dirette. In particolare, le imprese nelle quali la maggioranza del capitale sociale è detenuta da uno o più soci aventi lo stesso cognome sono definite familiari.

²⁵ Nelle società di persone, per alcune materie il voto è per teste (a ciascun socio corrisponde un voto). Nelle s.p.a. possono essere emesse azioni prive di diritto di voto; con voto limitato a determinati argomenti; con voto subordinato al ricorrere di particolari eventi; con voto plurimo (per le sole società non quotate); con voto maggiorato (per le sole società quotate). Inoltre, anche nelle s.r.l. lo statuto può stabilire che i diritti sociali siano attribuiti in misura non proporzionale alla partecipazione al capitale sociale.

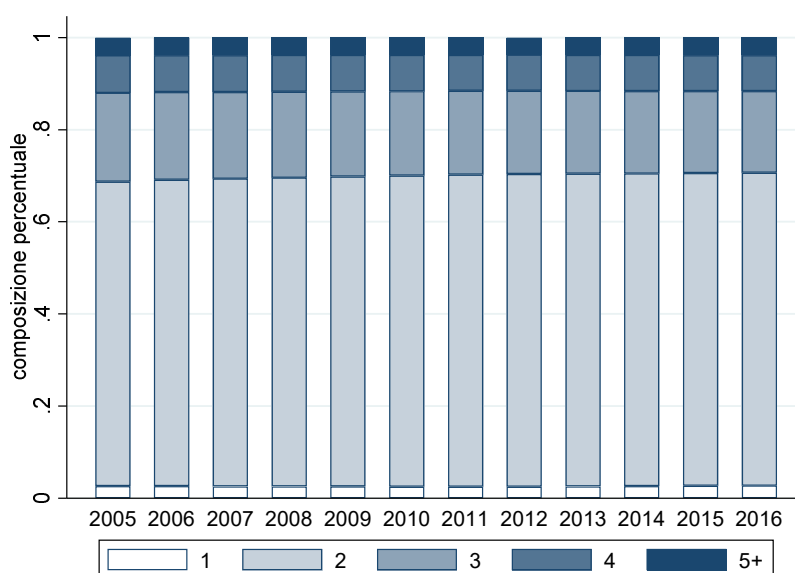
In letteratura non esiste una definizione univoca di impresa familiare e quelle esistenti prediligono o intrecciano diversi elementi: quello proprietario, quello gestionale (quando un membro della famiglia occupa anche una posizione di rilievo nel consiglio di amministrazione) e quello generazionale (quando c'è una successione familiare nel prendere le redini dell'impresa). In questo lavoro, prediligiamo una definizione incentrata sugli assetti proprietari, assumendo implicitamente che alla detenzione della maggioranza del capitale sociale si associ anche il controllo di fatto dell'impresa.

Il fatto di osservare solo i soci di primo livello e i cognomi (ma non le relazioni di parentela) può comportare una sottostima delle imprese familiari²⁶. In particolare, non si osservano le imprese familiari in cui la maggioranza del capitale sociale è detenuta da due coniugi o da altri soggetti che, pur appartenendo alla stessa famiglia, hanno cognomi distinti (es. madre e figlio). Parimenti, vengono classificate come non familiari le imprese il cui capitale sociale è detenuto in maggioranza da un'altra impresa familiare. La sottostima indotta dall'osservare solo i soci di primo livello è maggiore per le imprese più grandi, nelle quali la quota del capitale sociale detenuta da un'altra impresa è superiore.

4.1 Società di persone

La maggioranza delle società di persone è composta da due soci (68%), un valore in lieve aumento rispetto all'inizio del periodo (Fig. 9).

Figura 9. Società di persone per numero di soci e anno

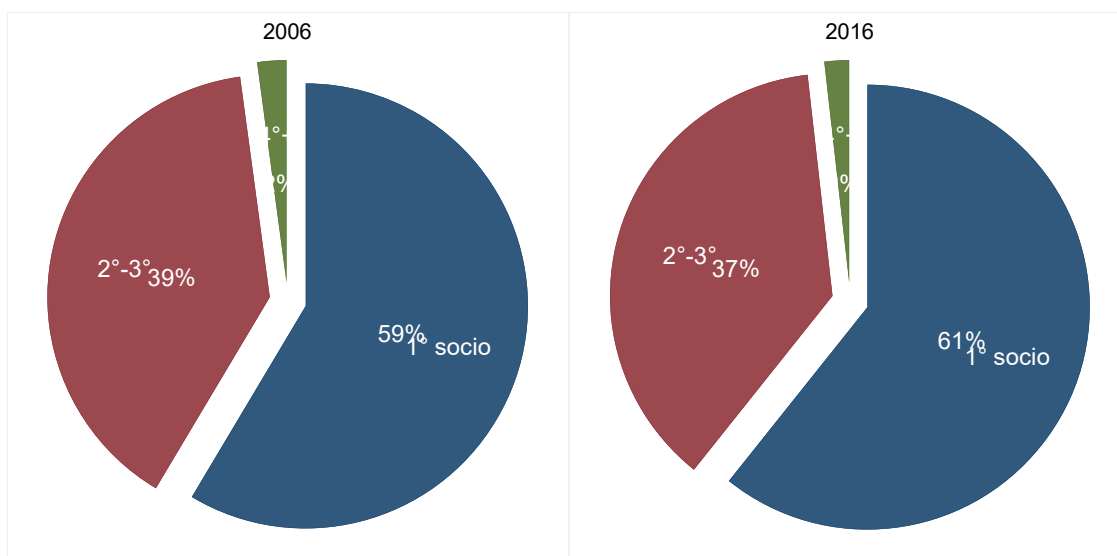


Fonte: elaborazioni su dati Infocamere.

²⁶ Si veda l'appendice per una discussione di questa sottostima e un confronto con Bugamelli *et al.* (2012).

La concentrazione della proprietà è lievemente cresciuta: tra il 2006 e il 2016 la partecipazione detenuta dal primo socio è passata dal 59% al 61% (Fig. 10).

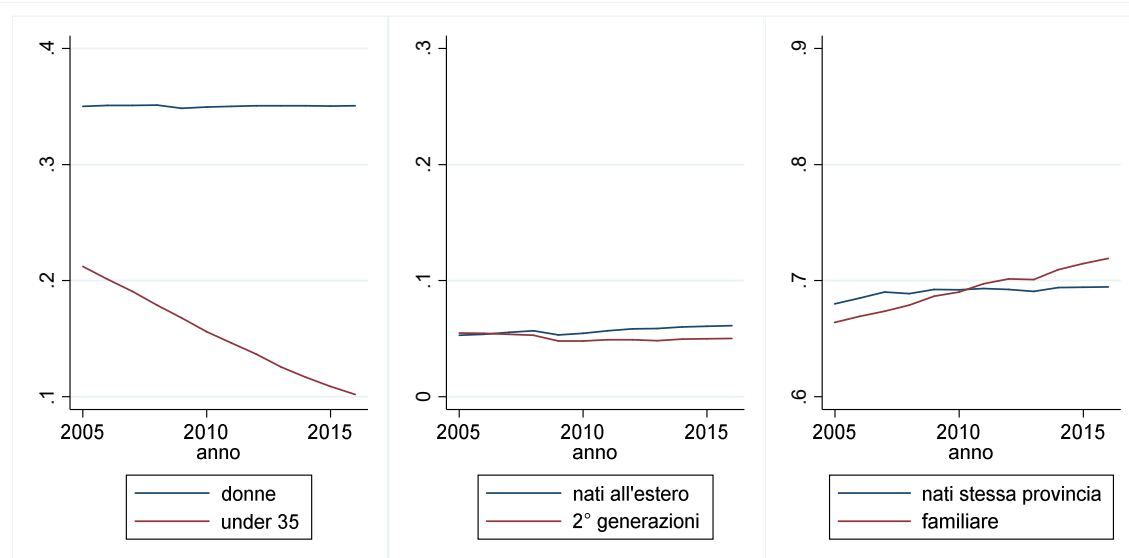
Figura 10. Concentrazione della proprietà nelle società di persone



Fonte: elaborazioni su dati Infocamere.

Con riferimento alle principali caratteristiche anagrafiche, circa il 35% del capitale sociale è detenuto da soggetti di sesso femminile, una percentuale stabile nel periodo analizzato (Fig. 11). La quota di giovani si è invece più che dimezzata: nel 2016 gli under 35 pesavano per circa il 10% del capitale sociale. La presenza di stranieri (nati all'estero o di seconda generazione) è rimasta sostanzialmente invariata. Quasi il 70% del capitale sociale è detenuto da soci nati nella stessa provincia nella quale ha sede l'impresa, suggerendo un marcato localismo degli imprenditori. Le società di persone, infine, sono per lo più familiari: nel 72% dei casi la maggioranza del capitale di rischio è detenuta da uno o più soci aventi lo stesso cognome, un valore più elevato di quello di inizio periodo.

Figura 11. Caratteristiche dei soci nelle società di persone



Fonte: elaborazioni su dati Infocamere.

4.1 Società di capitali

Nel 2016 la maggioranza delle società di capitali si connotava per la partecipazione di due (47%) o di un solo socio (20%)²⁷; nel periodo considerato, tuttavia, la quota delle società con un unico socio è più che raddoppiata, trainata dalla crescita delle s.r.l. semplificate e di quelle ordinarie «piccole» (Figura 12).

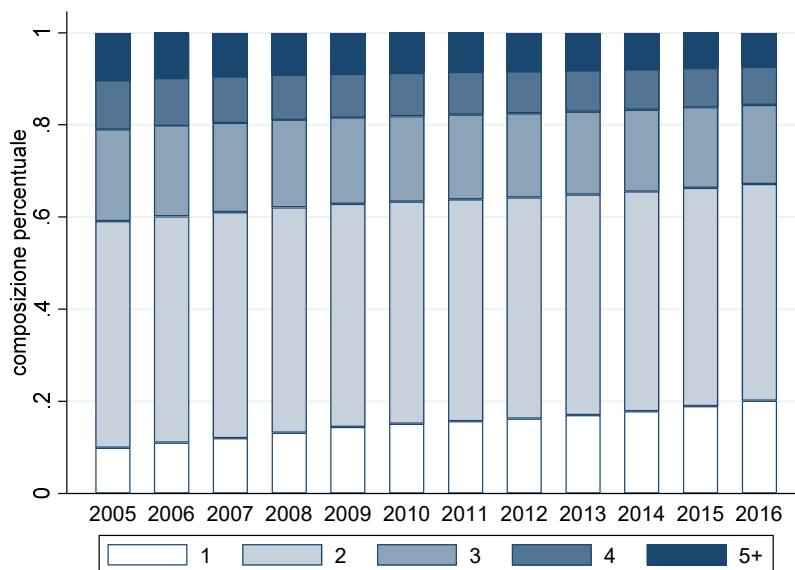
Anche per le società di capitali, la proprietà era molto concentrata: sia per le s.r.l. sia per le s.p.a. il primo socio deteneva circa i due terzi del capitale di rischio; tale valore è lievemente aumentato rispetto ai dieci anni precedenti (Fig. 13).

Con riferimento alle principali caratteristiche anagrafiche, il 37% del capitale sociale è detenuto da soci di sesso femminile, una percentuale sostanzialmente stabile nel periodo osservato (Fig. 14). La quota di giovani è invece diminuita (dal 12% all'8%). Anche per le società di capitali emerge un forte localismo e un forte controllo familiare: il 56% del capitale sociale è detenuto da soci nati nella stessa provincia in cui ha sede l'impresa; il 66% delle imprese è familiare, in aumento rispetto all'inizio del periodo.

Tra le imprese familiari, circa tre su quattro sono «individuali» (hanno un unico socio di maggioranza) e le restanti prevedono la presenza di almeno due individui con lo stesso cognome. Le imprese familiari rappresentano la fattispecie prevalente sia nelle s.r.l. sia nelle s.p.a.; in queste ultime, però, l'incidenza del fenomeno è inferiore (Fig. 15).

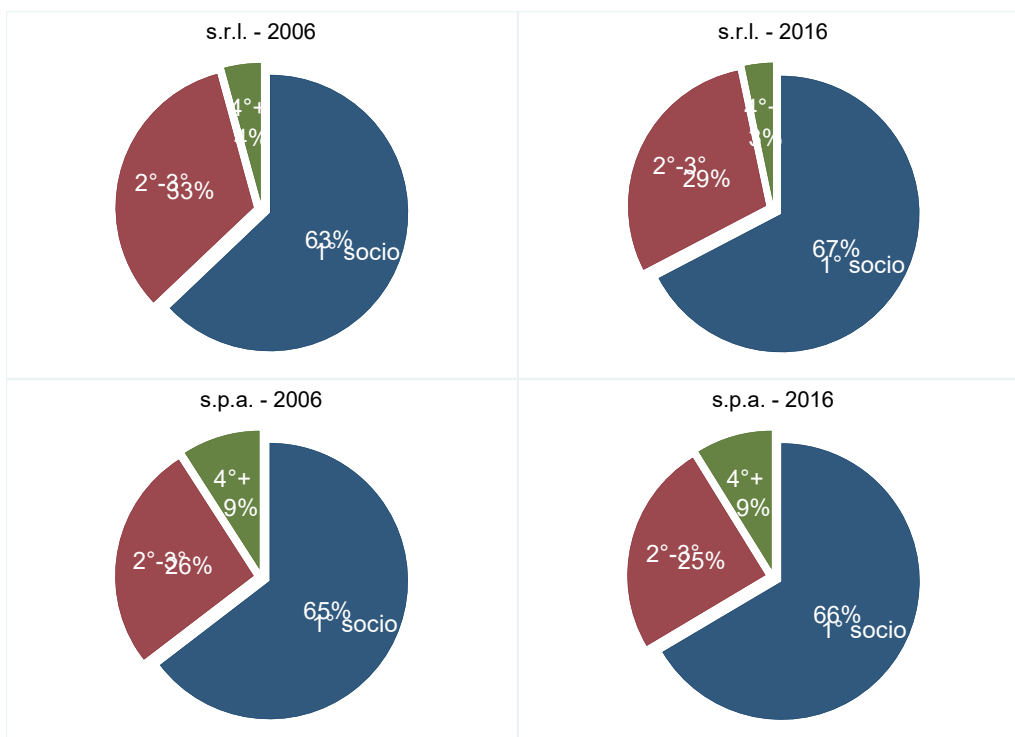
²⁷ Il numero riportato nel testo include sia le s.p.a. e s.r.l. unipersonali sia le s.p.a. e s.r.l. con un solo socio.

Figura 12. Società di capitali per numero di soci e anno



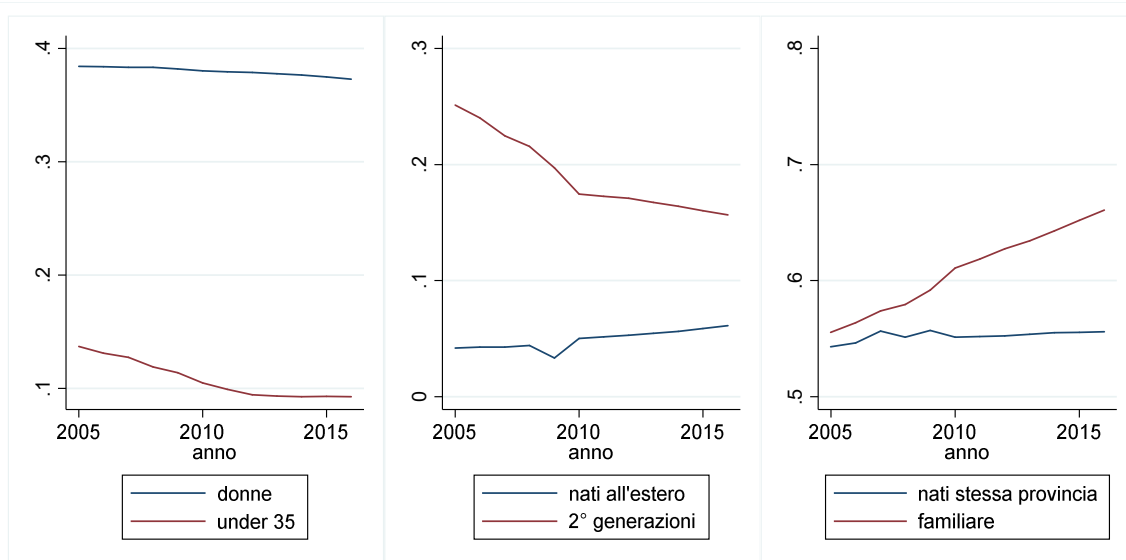
Fonte: elaborazioni su dati Infocamere.

Figura 13. Concentrazione della proprietà nelle società di capitali



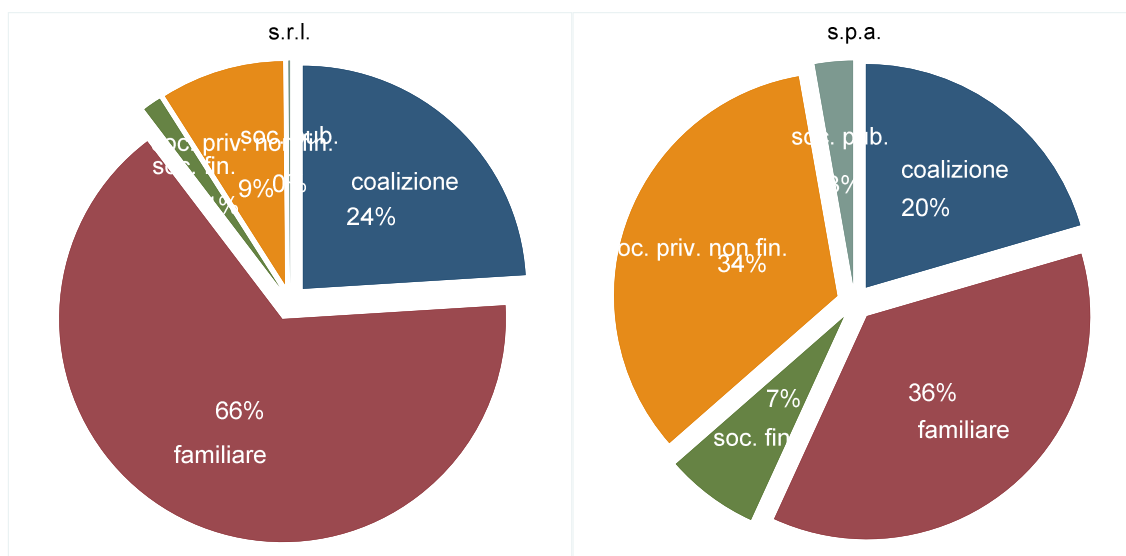
Fonte: elaborazioni su dati Infocamere.

Figura 14. Caratteristiche dei soci nelle società di capitali



Fonte: elaborazioni su dati Infocamere.

Figura 15. Distribuzione delle imprese per tipologia di assetto proprietario



Fonte: elaborazioni su dati Infocamere.

L'assetto proprietario delle società di capitali è definito sulla base del soggetto che detiene la maggioranza del capitale sociale e che può essere rappresentato da una o più persone fisiche aventi lo stesso cognome (familiare) o da una impresa che può, a sua volta, essere una società privata non finanziaria, una società finanziaria o una società con partecipazione pubblica. La coalizione rappresenta la categoria residuale.

I fatti stilizzati descritti fino ad ora valgono per il complesso delle società di capitali, ma possono variare significativamente in funzione della dimensione dell'impresa e/o del settore di attività e/o dell'area geografica. Per indagare gli aspetti dimensionali (in termini di numero di addetti), i dati di Infocamere sono stati associati a quelli di Cerved.

Tavola 3. Assetti proprietari per settore economico, dimensione e area geografica

	# soci	concentrazione	localismo	familiare
<i>Per settore di attività economica:</i>				
	2006			
agricoltura	3,0	61,2	58,3	60,7
costruzioni	2,7	61,7	61,8	62,8
industria	3,1	62,0	54,2	57,4
servizi	3,1	62,5	54,2	55,6
	2016			
agricoltura	3,0	62,0	60,2	66,8
costruzioni	2,5	66,6	63,5	72,2
industria	2,9	65,6	55,9	64,1
servizi	2,9	66,2	56,2	64,0
<i>Per dimensione di impresa:</i>				
	2006			
micro	2,9	62,3	57,0	59,0
piccole	3,6	61,1	52,2	54,8
medie	4,5	67,8	33,8	35,1
grandi	6,4	80,0	14,9	12,7
	2016			
micro	2,7	66,2	59,0	67,6
piccole	3,4	63,8	53,5	60,2
medie	4,3	70,1	34,2	38,3
grandi	6,1	82,5	12,6	12,9
<i>Per area geografica:</i>				
	2006			
Nord Ovest	3,1	63,3	46,6	54,1
Nord Est	3,2	62,1	56,6	54,8
Centro	2,9	62,5	56,0	57,6
Mezzogiorno	2,9	60,6	70,7	64,4
	2016			
Nord Ovest	2,9	66,8	49,0	61,4
Nord Est	3,1	65,8	56,5	62,4
Centro	2,8	65,5	57,3	65,2
Mezzogiorno	2,6	65,6	71,2	73,4

Fonte: elaborazioni su dati Infocamere.

Le variabili sugli assetti proprietari delle società di capitali riguardano il numero di soci, il grado di concentrazione (la percentuale di capitale sociale detenuta dal primo socio), il localismo (la percentuale di capitale sociale detenuta da soci nati nella stessa provincia dell'impresa) e la rilevanza della proprietà familiare (la percentuale di imprese in cui uno o più soci aventi lo stesso cognome detengono la maggioranza del capitale sociale). Le classi dimensionali sono ricostruite sulla base del numero degli addetti e includono le micro (con meno di 10 addetti), le piccole (tra 10 e 50 addetti), le medie (tra 50 e 250 addetti) e le grandi imprese (con oltre 250 addetti).

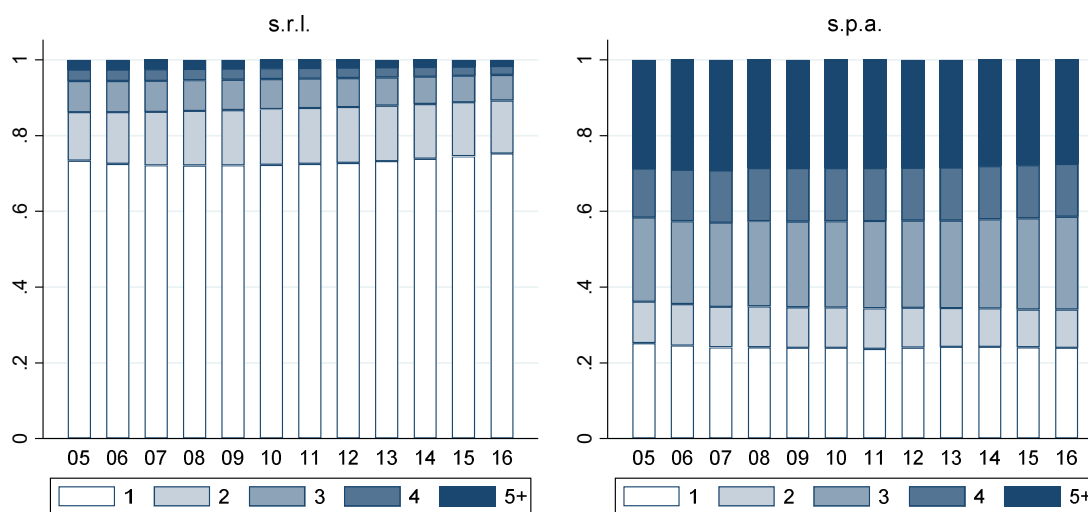
Le differenze sulle principali caratteristiche degli assetti proprietari per settore di attività economica sono contenute, se si escludono le imprese delle costruzioni che si caratterizzano per un numero di soci ridotto, una maggiore concentrazione della proprietà, un più elevato grado di localismo e una maggiore incidenza della proprietà familiare (Tav. 3). Variazioni più significative emergono distinguendo le imprese in diverse classi dimensionali. All'aumentare della dimensione dell'impresa cresce il numero

di soci e il grado di concentrazione della proprietà, mentre diminuisce il localismo e il ruolo della famiglia²⁸. L'aumento del localismo e della quota di capitale detenuto da persone aventi lo stesso cognome tra il 2006 e il 2016 è, inoltre, interamente ascrivibile alle imprese micro, piccole e medie e non ha riguardato, invece, le grandi imprese. Differenze significative emergono anche a livello geografico: il Mezzogiorno, in particolare, si contraddistingue per un più accentuato grado di localismo e una maggiore diffusione della proprietà familiare.

5. Gli assetti di governance delle società di capitali

Data la sostanziale coincidenza tra la posizione di socio e quella di amministratore propria delle società di persone, gli assetti di governance sono analizzati solo con riferimento alle società di capitali²⁹.

Figura 16. Società di capitali per numero di amministratori, forma giuridica e anno



Fonte: elaborazioni su dati Infocamere.

Circa tre s.r.l. su quattro dispongono di un modello gestorio snello, costituito da un amministratore unico; tale valore è lievemente aumentato nel periodo analizzato, a fronte di un calo delle s.r.l. con almeno tre amministratori (Fig. 16). Nelle s.p.a., al contrario, la composizione dell'organo gestorio è più bilanciata: circa un quarto delle società

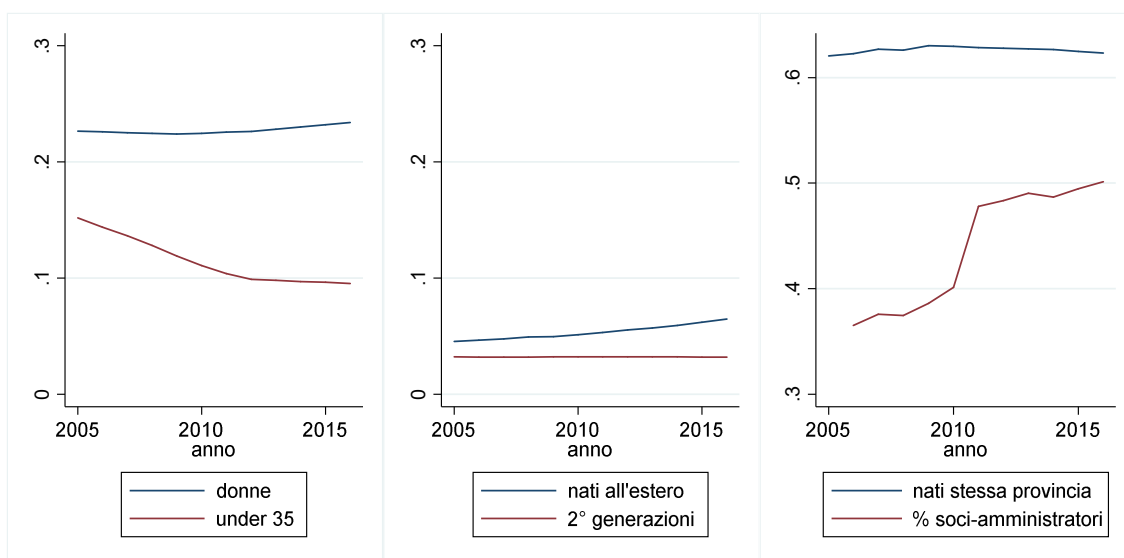
²⁸ L'elevata concentrazione delle proprietà per le imprese più grandi è spiegato dalla diffusione di gruppi: circa la metà delle società con almeno 250 addetti sono possedute al 100% da un'altra impresa.

²⁹ È, comunque, utile ricordare che nelle s.r.l. l'amministratore è usualmente scelto tra i soci, sebbene l'atto costitutivo possa disporre in senso contrario (art. 2475 c.c.).

dispongono di un amministratore unico, un valore analogo a quello delle s.p.a. con almeno 5 amministratori.

Con riferimento alle principali caratteristiche individuali degli amministratori, quelli di sesso femminile rappresentano meno di un quarto del totale, una percentuale lievemente aumentata nella finestra temporale considerata (Fig. 17). La quota di giovani è, invece, diminuita (dal 14% al 9%). La presenza di stranieri nati all'estero è leggermente aumentata a fronte di una sostanziale stabilità di quelli di seconda generazione. Oltre il 60% degli amministratori è «locale», essendo nato nella stessa provincia nella quale ha sede l'impresa. Rispetto al fenomeno della coincidenza tra proprietà e gestione si osserva che quasi la metà del capitale sociale è detenuto dagli amministratori, un valore in forte crescita nel periodo analizzato. Si tratta di una circostanza più frequente nelle s.r.l. (49%) rispetto alle s.p.a. (28%) e, come atteso, più elevata nelle imprese individuali o familiari (63%)³⁰.

Figura 17. Caratteristiche degli amministratori nelle società di capitali



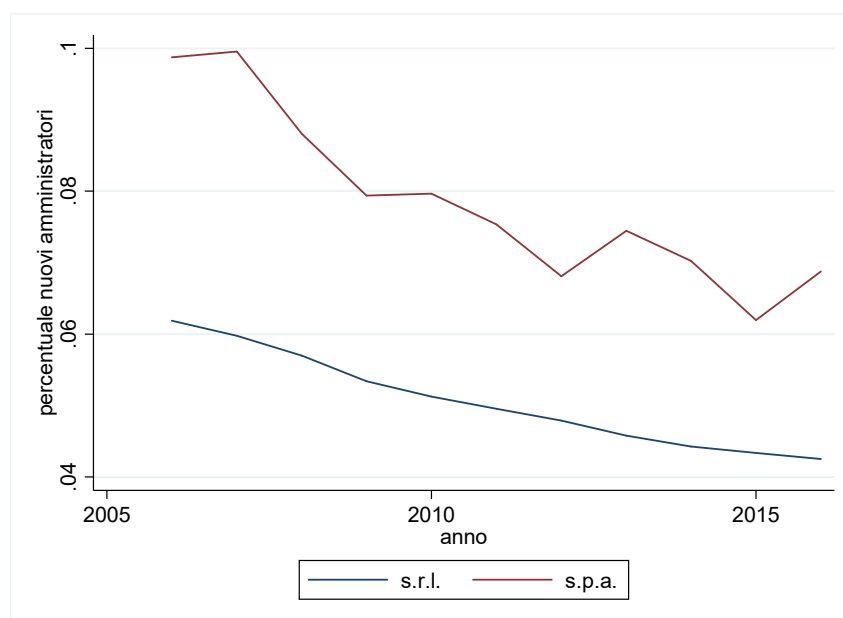
Fonte: elaborazioni su dati Infocamere.

Nel 2016 i nuovi amministratori che subentrano in un consiglio di amministrazione (o sostituiscono il precedente amministratore unico) rappresentano, nella media delle società di capitali, il 4% nelle s.r.l. e oltre il 6% nelle s.p.a. (Fig. 18). Tale valore è significativamente diminuito nella finestra temporale considerata per entrambe le forme giuridiche. I dati restituiscono la fotografia di un sistema piuttosto statico, nel quale la lunga permanenza nell'incarico potrebbe sì irrobustire la conoscenza del manager nell'organizzazione e/o mercato di riferimento, ma al prezzo di limitare la circolazione di idee.

³⁰ La percentuale di donne, di giovani e di locali e la coincidenza tra proprietà e gestione è più bassa nelle s.p.a. rispetto alle s.r.l. e, in particolare, tra gli amministratori esecutivi delle s.p.a. (Fig. A5).

Gli amministratori, oltre a «muoversi» tra le imprese da un anno all'altro, possono rivestire contemporaneamente incarichi in più organi di gestione. Tra quelli osservati almeno una volta nel nostro periodo di studio, il 10% era presente in almeno due board. Gli amministratori che cumulavano cariche in più imprese erano in media presenti in 2,6 società. A livello di impresa, la presenza di amministratori che assommano più incarichi è maggiormente diffusa tra le società più grandi e nelle public utilities. Anche rispetto a questo fenomeno esiste un trade-off: alla maggior competenza originata dal cumulo di incarichi, fa da contrappunto un affievolimento della pressione competitiva (qualora le imprese siano attive nel medesimo mercato geografico e di prodotto) e il minor tempo che ciascun professionista può dedicare a ciascuna impresa. Quest'ultimo aspetto rileva, in particolar modo, rispetto al requisito di professionalità³¹.

Figura 18. Mobilità degli amministratori nelle società di capitali



Fonte: elaborazioni su dati Infocamere.

Anche con riferimento agli assetti di governance, abbiamo replicato l'analisi distinguendo le società di capitali lungo diverse dimensioni (Tav. 4).

³¹ Costi e Vella (2008), sebbene con riferimento al cumulo di cariche nel comparto bancario (nel quale, come noto, il requisito della professionalità risulta particolarmente rilevante), osservavano che: «Particolare rilievo, proprio ai fini della conservazione della professionalità, assume il riferimento alla necessità per gli amministratori di “dedicare tempo e risorse idonei per l'assolvimento dell'incarico”, principio che si coniuga con la richiesta di specifiche previsioni statutarie e regolamentari relative al cumulo degli incarichi. In presenza dei più elevati criteri di qualificazione professionale, un eccessivo impegno in più società inevitabilmente abbassa la qualità delle prestazioni, anche se i limiti al cumulo degli incarichi dovranno necessariamente essere modulati dagli statuti in ragione delle differenti realtà aziendali».

Tavola 4. Assetti di governance per settore economico, dimensione e area geografica

	# amministratori	localismo	coincidenza	mobilità
<i>Per settore di attività economica:</i>				
	2006			
agricoltura	1,9	66,2	44,1	6,0
costruzioni	1,4	68,8	42,2	5,9
industria	2,0	62,7	42,9	6,4
servizi	1,7	62,5	39,9	6,5
	2016			
agricoltura	2,0	68,7	53,7	4,3
costruzioni	1,4	70,1	56,0	3,9
industria	1,9	64,6	52,5	4,7
servizi	1,6	63,6	50,4	4,7
<i>Per dimensione di impresa:</i>				
	2006			
micro	1,5	64,2	42,3	6,2
piccole	2,3	62,7	41,5	6,7
medie	3,6	51,6	27,3	10,0
grandi	5,6	37,9	9,7	15,0
	2016			
micro	1,5	65,4	53,3	4,5
piccole	2,1	64,2	49,9	4,8
medie	3,2	53,8	31,5	7,3
grandi	4,8	36,8	10,6	11,8
<i>Per area geografica:</i>				
	2006			
Nord Ovest	1,9	54,9	41,2	6,3
Nord Est	2,0	66,9	48,2	5,7
Centro	1,5	62,6	37,4	7,1
Mezzogiorno	1,3	79,1	36,0	6,6
	2016			
Nord Ovest	1,8	57,0	51,2	4,7
Nord Est	1,9	66,1	56,5	4,1
Centro	1,5	63,6	49,6	5,0
Mezzogiorno	1,2	79,3	49,3	4,7

Fonte: elaborazioni su dati Infocamere.

Le variabili sugli assetti di *governance* delle società di capitali riguardano il numero di amministratori, il localismo (la quota di amministratori nati nella stessa provincia dell'impresa), il grado di coincidenza tra proprietà e gestione (la percentuale di capitale sociale detenuta dagli amministratori) e il grado di mobilità (la quota di amministratori che subentrano ogni anno nell'organo gestorio). Le classi dimensionali sono ricostruite sulla base del numero degli addetti e includono le micro (con meno di 10 addetti), le piccole (tra 10 e 50 addetti), le medie (tra 50 e 250 addetti) e le grandi imprese (con oltre 250 addetti).

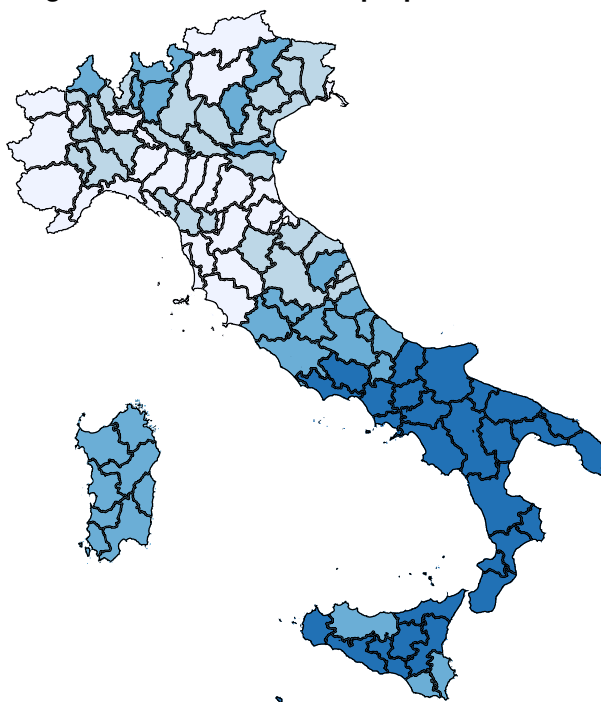
Rispetto al settore di attività economica, le imprese delle costruzioni si caratterizzano per un minore numero di amministratori, un loro maggiore localismo, un minore livello di separazione tra proprietà e gestione e una più contenuta mobilità degli amministratori. Differenze maggiori emergono dall'analisi per classe dimensionale: le imprese più grandi presentano un numero più elevato di amministratori, che sono meno spesso «locali» e detengono una quota inferiore di capitale sociale, indicando una maggiore separazione tra proprietà e gestione. Le grandi imprese si caratterizzano anche

per una maggiore mobilità degli amministratori. A livello geografico, le società di capitali del Mezzogiorno presentano un più contenuto numero di amministratori, riflesso probabilmente di una più contenuta dimensione dell'impresa, e sono più spesso «locali»; quest'ultimo dato potrebbe riflettere l'essere un'area interessata da emigrazioni piuttosto che da immigrazioni da altre regioni.

6. La proprietà familiare e i fattori di contesto

Le evidenze discusse nelle due precedenti sezioni indicano che, nel decennio analizzato, alcuni tratti peculiari – quali la forte concentrazione della proprietà e la prevalenza del controllo familiare, insieme a un marcato localismo degli imprenditori e degli amministratori e a una bassa separazione tra proprietà e gestione – si sono rafforzati. Se questi risultati vengono letti insieme alle evidenze che si riferiscono ai decenni precedenti – che già indicavano come sostanzialmente stabili nel tempo alcune caratteristiche, come la forte concentrazione della proprietà e la prevalenza del controllo familiare (Bianchi *et al.*, 2005) – se ne ricava l'immagine di un sistema produttivo cristallizzato (in termini di assetti proprietari e di governance), oltre che poco dinamico in termini di crescita economica.

Figura 19. Diffusione della proprietà familiare

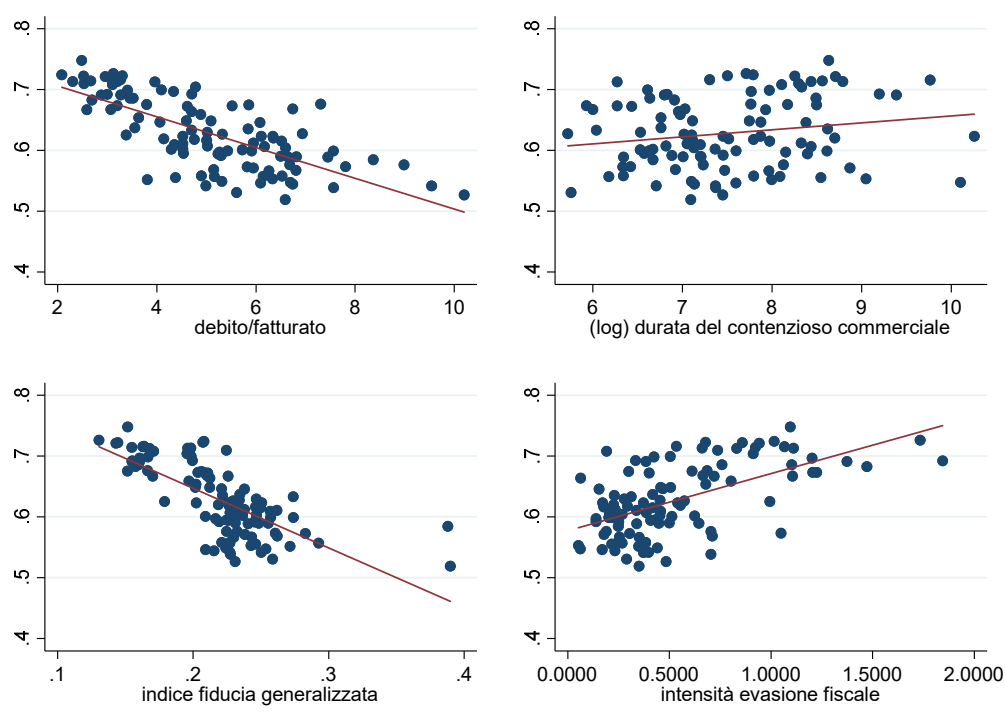


Fonte: elaborazioni su dati Infocamere.

Aree più scure (chiare) sono caratterizzate da una maggiore (minore) incidenza delle imprese familiari.

Il carattere strutturale di queste caratteristiche, anche a fronte di significativi e ripetuti interventi sulla materia societaria, si accompagna a una forte eterogeneità degli stessi fenomeni sul territorio. Se si utilizza la diffusione della proprietà familiare come variabile di sintesi, emergono importanti divari geografici³²: l'incidenza delle imprese familiari supera il 70% in quasi tutte le province della Campania, mentre è prossima al 50% in Valle d'Aosta e nella gran parte delle province dell'Emilia-Romagna (Fig. 19).

Figura 20. Correlazione tra diffusione della proprietà familiare e alcuni fattori di contesto



Fonte: elaborazioni su dati Infocamere, Cerved, Ministero della Giustizia, ISTAT e Agenzia delle Entrate.

L'accesso al credito è dato dal rapporto tra debito e fatturato per la media delle società di capitali (panel in alto a sinistra); l'efficienza della giustizia è misurata con il numero dei giorni per definire un contenzioso commerciale (panel in alto a destra); la fiducia generalizzata è misurata con l'indagine multiscopo dell'ISTAT (panel in basso a sinistra); l'intensità dell'evasione fiscale è tratta dal lavoro di Pisani e Polito (2006) e si riferisce all'evasione delle imprese (panel in basso a destra).

La lettura congiunta di questi due elementi – la sostanziale invarianza nel tempo e la forte eterogeneità territoriale – suggerisce che vi siano degli elementi strutturali che variano da una provincia all'altra e che sono in grado di influenzare se e come un soggetto decida di svolgere attività di impresa.

Per verificare empiricamente questa ipotesi, sono state esaminate le correlazioni con alcuni fattori di contesto, che potrebbero incidere sulla scelta di ricorrere a una struttura familiare. Tra di essi sono stati inclusi: una misura di leva finanziaria, poiché una

³² La proprietà familiare è strettamente correlata ad altre variabili inerenti la struttura proprietaria e di governance delle imprese: per esempio, le imprese familiari si caratterizzano, rispetto alle altre, per una più elevata concentrazione della proprietà, un più forte localismo dell'imprenditore e per una maggiore coincidenza tra proprietà e gestione.

maggior difficoltà a reperire finanziamenti esterni potrebbe spingere a ricorrere a quelli interni alla famiglia; un indicatore di funzionamento della giustizia, poiché una minore efficienza nella tutela delle obbligazioni contrattuali può disincentivare le relazioni negoziali con altri soggetti e far preferire, al contrario, rapporti più informali, interni alla famiglia³³; un indicatore di fiducia generalizzata verso gli altri, che può favorire la nascita di iniziative imprenditoriali che coinvolgono più soggetti, non necessariamente dello stesso nucleo familiare³⁴; un indicatore di evasione fiscale, perché l'insorgere di comportamenti illeciti sotto il profilo fiscale può essere ostacolato dalla presenza di altri soggetti (nella forma di altri soci, amministratori e/o sindaci) esterni alla famiglia³⁵.

Rispetto a precedenti lavori che hanno guardato la relazione tra istituzioni (formali e informali) e i modelli di governance con un approccio cross-country (La Porta *et al.*, 2000; Bertrand e Schoar, 2006; Franks *et al.*, 2012), nell'esercizio che segue si sfrutta l'eterogeneità territoriale all'interno di un singolo paese – i.e. l'eterogeneità delle istituzioni *de facto* a livello locale³⁶. Secondo tali correlazioni, la diffusione della proprietà familiare è correlata, nelle direzioni attese, con ciascuna di queste variabili, sebbene con intensità diversa (Fig. 20). La correlazione è particolarmente marcata con l'indicatore che misura il grado di indebitamento e la fiducia generalizzata (sopra lo 0.7 in entrambi i casi) e più contenuta con la variabile che misura l'efficienza della giustizia (quasi 0.2)³⁷.

Le predette correlazioni potrebbero avere una matrice comune o riflettere divari territoriali lungo altre dimensioni, ad esempio tra il Centro-Nord e il Mezzogiorno. Per tenere conto di questi aspetti abbiamo eseguito una regressione in cui la variabile dipendente è l'incidenza delle imprese familiari a livello di provincia-settore e le variabili di interesse sono i fattori di contesto (osservati a livello di provincia); tale regressione include anche effetti fissi a livello di settore di attività economica, per tenere conto della diversa diffusione settoriale della proprietà familiare e di fattori di composizione (Tav. 5). L'associazione tra i fattori di contesto e la variabile dipendente mantiene il segno atteso anche quando si considerano tutte le variabili contemporaneamente e si sfrutta la sola variabilità interna alle due macro-aree. Tali risultati, ovviamente, devono essere

³³ Diversi lavori hanno associato la persistenza della famiglia all'interno dell'impresa e la chiusura a manager esterni a caratteristiche del sistema istituzionale. Tra questi rientrano lo sviluppo dei mercati finanziari, il grado di protezione degli investitori e la tutela delle obbligazioni contrattuali (Burkart *et al.*, 2003; Caselli e Gennaioli, 2013). Dal punto di vista empirico, Franks *et al.* (2012) mostrano che le imprese familiari si evolvono gradualmente in società a proprietà diffusa in paesi con mercati finanziari sviluppati e con una forte protezione degli investitori. Al contrario, il controllo familiare è prevalente in paesi con mercati finanziari meno sviluppati e con una debole protezione degli investitori.

³⁴ Putnam (1995) mostra che solo i paesi con elevati livelli di fiducia sono in grado di sviluppare organizzazioni di grandi dimensioni. La fiducia ristretta alla sola cerchia familiare, al contrario, può limitare la crescita delle imprese e dell'economia (Knack e Keefer, 1997; Cingano e Pinotti, 2016).

³⁵ Bobbio (2016) ad esempio mostra come la scelta di un'impresa di rimanere piccola possa rappresentare una decisione strategica, volta a evitare il pagamento delle imposte e a sfuggire al controllo fiscale.

³⁶ Acemoglu e Dell (2010) mostrano che le istituzioni locali sono una determinante importante dei differenziali (spesso molto ampi) di produttività interna ai paesi.

³⁷ Occorre, peraltro, precisare che tali risultati sono semplici correlazioni e non sono interpretabili come nessi causali. Il grado di indebitamento, per esempio, riflette fattori sia di domanda sia di offerta e non può essere considerato come una determinante esogena della proprietà familiare.

interpretati con cautela, posto che le variabili considerate sono tra loro parzialmente correlate, generando problemi di collinearità, e perché in alcuni casi i nessi causali potrebbero agire in direzione opposta.

Tavola 5. Assetti proprietari e performance delle società di capitali

Variabile dipendente:	quota di imprese familiari					
Leva finanziaria	-0.002*** (0.000)				-0.002*** (0.000)	-0.002*** (0.000)
Durata della giustizia		0.013*** (0.002)			0.010*** (0.002)	0.007*** (0.002)
Fiducia generalizzata			-0.881*** (0.056)		-0.578*** (0.069)	-0.148*** (0.072)
Incidenza evasione				0.086*** (0.007)	0.049*** (0.009)	0.023** (0.009)
Mezzogiorno						0.071*** (0.007)
Effetti fissi settore	SI	SI	SI	SI	SI	SI
# osservazioni	1,751	1,751	1,751	1,751	1,751	1,751

Regressione cross-section a livello di provincia-settore.

La leva finanziaria è misurata con il rapporto tra debito e fatturato per la media delle società di capitali; la durata della giustizia è misurata con il numero dei giorni per definire un contenzioso commerciale; la fiducia generalizzata è misurata con l'indagine multiscopo dell'ISTAT; l'intensità dell'evasione fiscale è tratta dal lavoro di Pisani e Polito (2006) e si riferisce all'evasione delle imprese.

La letteratura ha individuato diversi elementi di forza e di debolezza dell'impresa familiare (Bertrand e Schoar, 2006). Tra i primi sono inclusi la condivisione di valori e interessi (che ridurrebbe i costi di agenzia), una maggiore facilità di coordinamento attraverso le relazioni informali e l'orientamento di lungo periodo (perché l'imprenditore considera la propria impresa come un valore da salvaguardare e consegnare alle future generazioni) a fronte di una visione dei manager più orientata a risultati di breve termine. I secondi sono invece rappresentati dalla difficoltà di accesso a posizioni manageriali di persone talentuose (es. nepotismo), per preservare i legami familiari³⁸. L'orientamento alla conservazione dell'impresa nel lungo periodo può associarsi, inoltre, a un'impostazione strategica poco incline al rischio, limitando le opportunità di sviluppo dell'azienda³⁹. Una resistenza alla raccolta di capitale, sia di rischio che di debito, per ovviare al timore di perdere il controllo, può limitare infine le strategie di espansione nei mercati (nazionali e internazionali).

Nella prossima sezione si analizzerà come la proprietà familiare e altre caratteristiche della governance delle imprese ne influenzino la performance e come questi effetti possano variare tra imprese e mercati.

³⁸ Si veda anche Pérez-González (2006) e Bennedsen *et al.* (2007).

³⁹ La maggiore avversione al rischio, secondo Bianco *et al.* (2013), spiegherebbe perché le decisioni di investimento delle imprese familiari sono più sensibili all'incertezza rispetto a quelle delle altre imprese.

7. Assetti proprietari e di governance e performance

In questa sezione si analizza la correlazione tra alcune variabili che approssimano gli assetti proprietari e di governance delle imprese e la loro performance⁴⁰. In particolare, si analizzano gli effetti sulla crescita annua del fatturato, sul tasso di uscita dal mercato, sulla produttività del lavoro e sul tasso di investimento.

La specificazione empirica per analizzare gli effetti degli assetti proprietari sulla performance è la seguente:

$$y_{i,t} = \alpha + \delta_{a(i,t)} + \beta size_{i,t=0} + \gamma_{s(i) \times t} + \vartheta_{r(i) \times t} + \mu_{i,t}$$

dove $y_{i,t}$ è la variabile di *outcome* di interesse dell'impresa i al tempo t , $\delta_{a(i,t)}$ sono degli indicatori per la tipologia di assetto proprietario (la maggioranza riconducibile a una società privata non finanziaria rappresenta la categoria di riferimento), $size_{i,t=0}$ è il logaritmo del capitale sociale osservato all'inizio del periodo (per avere un controllo dimensionale dell'impresa pre-determinato), e $\gamma_{s(i) \times t}$ e $\vartheta_{r(i) \times t}$ sono, rispettivamente, effetti fissi settore-anno e regione-anno per controllare per i diversi cicli economici, a livello settoriale e regionale, che possono influenzare le variabili di *outcome*.

Tavola 6. Assetti proprietari e performance delle società di capitali

Variabile dipendente:	variazione del fatturato	tasso di uscita	produttività del lavoro	tasso di investimento
Coalizione	-0.011*** (0.001)	-0.014*** (0.000)	-0.065*** (0.002)	-0.045*** (0.001)
Familiare	-0.014*** (0.001)	-0.025*** (0.000)	-0.095*** (0.002)	-0.022*** (0.001)
Società finanziaria	0.008*** (0.002)	-0.009*** (0.001)	-0.020*** (0.004)	0.047*** (0.003)
Società pubblica	0.017*** (0.004)	-0.025*** (0.003)	-0.359*** (0.013)	-0.018** (0.008)
Dimensione	-0.011*** (0.000)	-0.011*** (0.000)	0.153*** (0.000)	0.012*** (0.000)
# osservazioni	5.571.964	7.179.241	6.859.762	6.899.175
Effetti fissi settore-anno	SI	SI	SI	SI
Effetti fissi regione-anno	SI	SI	SI	SI

La tavola mostra, per ogni variabile dipendente, la correlazione con le caratteristiche degli assetti proprietari al netto di effetti fissi settore-anno (che catturano il ciclo economico settoriale) e regione-anno (che catturano il ciclo economico regionale). La variazione del fatturato riguarda il margine intensivo, mentre il tasso di uscita (pari a 1 se l'impresa nell'anno non dichiara il fatturato e non compare più, da lì in avanti, nei dati di bilancio di Cerved) cattura il margine estensivo. L'assetto proprietario è definito sulla base del soggetto che detiene la maggioranza del capitale sociale e che può essere una persona fisica o un gruppo di individui aventi lo stesso cognome (familiare) o una impresa che può, a sua volta, essere una società privata non finanziaria (la categoria di riferimento), una società finanziaria o una società con partecipazione pubblica; la coalizione rappresenta la categoria residuale, nella quale non è possibile identificare una persona fisica o giuridica avente la maggioranza del capitale sociale. La dimensione è rappresentata dal capitale di rischio (in termini logaritmici) registrato all'inizio del periodo.

⁴⁰ Per una maggiore leggibilità dei risultati l'analisi sugli effetti sulla performance dei diversi assetti proprietari e di governance sono presentate separatamente. I risultati sono, tuttavia, qualitativamente simili se tali variabili sono incluse contemporaneamente nella specificazione empirica.

Rispetto alle imprese nelle quali il socio di maggioranza è rappresentato da una società privata non finanziaria, le coalizioni (quelle in cui non vi è una persona fisica o giuridica con la maggioranza del capitale sociale) – che possiamo anche interpretare come foriere di una bassa concentrazione della proprietà – presentano una minore crescita del fatturato, una minore produttività del lavoro e un minore tasso di investimento, alla quale si contrappone, tuttavia, una minore probabilità di uscita dal mercato (Tav. 6). Le società pubbliche e quelle controllate da una finanziaria, pur presentando una dinamica del fatturato migliore, sono meno produttive rispetto a quelle controllate da un'altra società (questo risultato negativo è particolarmente forte per le società pubbliche). Le imprese familiari, infine, presentano una crescita dei fatturati più bassa di 1,4 punti percentuali rispetto alla categoria di riferimento, una produttività del lavoro inferiore di quasi il 10% e un tasso di investimento inferiore di quasi 5 punti percentuali. A tali effetti negativi si contrappone una più contenuta probabilità di uscita dal mercato. Questi risultati suggeriscono che all'orientamento di fondo volto a garantire la sopravvivenza dell'impresa nel lungo periodo, si associno una minore efficienza produttiva, una più bassa attività di investimento e, quasi per riflesso, una minore crescita dell'azienda.

Per analizzare gli effetti degli assetti di governance sulla performance, la specificazione è simile a quella precedente:

$$y_{i,t} = \alpha + A_{i,t} + \beta size_{i,t=0} + \gamma_{s(i)} \times t + \vartheta_{r(i)} \times t + \mu_{i,t}$$

dove $A_{i,t}$ sono una serie di variabili che individuano alcune caratteristiche degli amministratori, sia in termini anagrafici sia in relazione ad altre variabili di impresa.

Le imprese con amministratori più giovani tendono ad avere una maggiore crescita del fatturato e una più elevata attività di investimento, ma anche un più elevato tasso di uscita dal mercato e una minore produttività del lavoro (Tav. 7). Tale risultato potrebbe dipendere dal fatto che gli amministratori più giovani sono sovra-rappresentati nelle start-up, che hanno spesso una maggiore crescita del fatturato (partendo all'inizio da livelli più bassi), ma anche una maggiore possibilità di fallire e una meno rodada gestione del processo produttivo. Risultati analoghi si ottengono per le imprese con una maggiore presenza di stranieri nell'organo gestorio. Esiti in parte speculari si ottengono, invece, per le imprese con una più elevata quota di donne, che sono caratterizzate sia da una minore crescita del fatturato sia da una maggiore probabilità di sopravvivere nel mercato. Le differenze lungo le dimensioni anagrafiche potrebbero riflettere anche una diversa avversione al rischio, con i giovani (le donne) meno (più avversi) prudenti e quindi più (meno) orientati a progetti imprenditoriali più (meno) rischiosi.

Tavola 7. Assetti di governance e performance delle società di capitali

Variabile dipendente:	variazione del fatturato	tasso di uscita	produttività del lavoro	tasso di investimento
Quota giovani	0.101*** (0.001)	0.012*** (0.000)	-0.028*** (0.002)	0.007*** (0.001)
Quota donne	-0.003*** (0.001)	-0.002*** (0.000)	-0.153*** (0.001)	0.020*** (0.001)
Quota locali	-0.006*** (0.001)	-0.016*** (0.000)	-0.008*** (0.001)	-0.010*** (0.001)
Quota stranieri	0.015*** (0.001)	0.006*** (0.000)	-0.008*** (0.002)	-0.007*** (0.001)
Quota soci-amministratori	0.015*** (0.001)	-0.020*** (0.000)	0.127*** (0.001)	-0.008*** (0.001)
Dimensione	-0.009*** (0.000)	-0.011*** (0.000)	0.161*** (0.000)	0.014*** (0.000)
# osservazioni	5.571.964	6.662.199	6.371.594	6.407.678
Effetti fissi settore-anno	SI	SI	SI	SI
Effetti fissi regione-anno	SI	SI	SI	SI

La tavola mostra, per ogni variabile dipendente, la correlazione con le caratteristiche della governance al netto di effetti fissi settore-anno (che catturano il ciclo economico settoriale) e regione-anno (che catturano il ciclo economico regionale). La variazione del fatturato riguarda il margine intensivo mentre il tasso di uscita (pari a 1 se l'impresa nell'anno non dichiara il fatturato e non compare più, da tale momento in avanti, nei dati di bilancio di Cerved) cattura il margine estensivo.

Il grado di localismo degli amministratori influenza negativamente sia la crescita del fatturato sia la produttività e l'attività di investimento; nonostante ciò, le imprese con amministratori locali si contraddistinguono anche per un minore tasso di uscita dal mercato. Tale risultato potrebbe riflettere sia l'esistenza di meccanismi non di mercato, che influenzano positivamente la sopravvivenza dell'impresa – sebbene essa sia meno efficiente e abbia una peggiore dinamica del fatturato – sia un incentivo dell'amministratore a non uscire dal mercato per motivi reputazionali a livello locale.

Le società nelle quali è maggiore la quota del capitale sociale detenuta dagli amministratori, infine, crescono di più, hanno una minore probabilità di *exit* e sono più produttive. La spiegazione più plausibile è che una maggiore coincidenza risolve problemi di agenzia tra i soci e gli amministratori⁴¹ e che tale effetto positivo prevalga su altri aspetti, come per esempio la possibilità di acquisire migliori competenze manageriali dall'esterno⁴².

I risultati descritti finora valgono per la media delle imprese. Tuttavia, l'impatto della struttura proprietaria e gestoria può variare significativamente anche in funzione di alcune caratteristiche di impresa, quali la sua dimensione, il settore di attività economico e l'area geografica di appartenenza. È plausibile immaginare, infatti, che alcune scelte di

⁴¹ I problemi di agenzia insiti nella separazione tra proprietà e gestione erano già stati evidenziati da Adam Smith (1776) in *The wealth of Nations*: «...the directors of such companies [joint stock companies] however being the managers rather of other people's money than of their own, it cannot well be expected that they should watch over it with the same anxious vigilance [as if it were their own]».

⁴² Brodi (2018) evidenzia come, in situazioni di crisi aziendale, la presenza di un management coincidente con i soci di riferimento potrebbe acuire alcune distorsioni cognitive (*overconfidence bias*) rafforzando l'incentivo del debitore ad assumere rischi elevati nel tentativo di risollevare l'impresa (*gambling for resurrection*).

governance dell'impresa possano avere effetti diversi a seconda del livello di scala economica considerato, della pressione competitiva di alcuni settori di attività economica e/o del diverso contesto in cui le imprese operano.

Tavola 8. Effetti economici eterogenei degli assetti di proprietà e di governance

Variabile dipendente:	proprietà familiare	amministratore locale	coincidenza proprietà-gestione
<i>Per settore di attività economica:</i>			
Manifattura	-0.022*** (0.001)	-0.009*** (0.001)	0.011*** (0.001)
Costruzioni	0.019*** (0.004)	0.001 (0.002)	0.039*** (0.002)
Servizi	-0.017*** (0.001)	-0.007*** (0.001)	0.012*** (0.001)
<i>Per dimensione di impresa:</i>			
Micro	0.000 (0.001)	-0.003*** (0.001)	0.023*** (0.001)
Piccole	-0.016*** (0.001)	-0.009*** (0.001)	0.003*** (0.001)
Medie	-0.011*** (0.002)	-0.011*** (0.002)	-0.003 (0.002)
Grandi	-0.110*** (0.007)	-0.026*** (0.008)	-0.078*** (0.010)
<i>Per area geografica:</i>			
Nord Ovest	-0.017*** (0.001)	-0.005*** (0.001)	0.011*** (0.001)
Nord Est	-0.015*** (0.002)	-0.013*** (0.001)	0.008*** (0.001)
Centro	-0.012*** (0.002)	-0.006*** (0.001)	0.019*** (0.001)
Mezzogiorno	-0.001 (0.002)	-0.001 (0.001)	0.028*** (0.001)

La tavola mostra, per ogni variabile indicata nelle colonne e per ogni sottogruppo indicato nella righe, la correlazione con la variazione del fatturato al netto di effetti fissi settore-anno (che catturano il ciclo economico settoriale) e regione-anno (che catturano il ciclo economico regionale).

Per esaminare questi aspetti, le regressioni precedentemente descritte sono state replicate per alcuni sottogruppi omogenei di imprese. La Tavola 8 riporta il coefficiente stimato per ognuna delle variabili indicate in colonna e per ogni gruppo di imprese indicato nella riga sulla variazione del fatturato⁴³. L'effetto negativo della proprietà familiare aumenta con la dimensione di impresa ed è significativo (sia statisticamente sia economicamente) per le grandi imprese mentre è nullo per le micro. Tale risultato suggerisce che lo svantaggio della proprietà familiare è più ampio nelle imprese medie e grandi, ossia quelle che potrebbero beneficiare maggiormente, in termini di competitività, dell'apporto di capitali e/o competenze da soggetti terzi. L'effetto negativo della proprietà familiare è maggiore nei settori *non-tradable* suggerendo che alcune specificità di questa

⁴³ Per brevità, non sono stati riportati i coefficienti delle altre covariate. Inoltre, non sono stati riportati i risultati sul tasso di uscita, sulla produttività e sul tasso di investimento che, tuttavia, come gradazione dell'effetto e interpretazione qualitativa sono simili a quelli sulla variazione del fatturato.

tipologia di imprese – come la minore produttività – possano essere più penalizzanti in comparti più aperti alla concorrenza. Guardando alle aree geografiche, infine, le imprese familiari crescono meno soprattutto al Centro Nord mentre non si discostano dai valori medi nel Mezzogiorno. Questo risultato conferma l'ipotesi che la proprietà familiare possa rappresentare in alcune aree del paese una risposta dell'imprenditore a fattori di contesti più sfavorevoli.

I risultati sul grado di localismo degli amministratori sono qualitativamente simili a quelli sulla diffusione della proprietà familiare, essendo le due variabili, peraltro, positivamente correlate: l'effetto in media negativo si annulla o quasi nel settore delle costruzioni, per le micro imprese e nelle regioni meridionali.

Infine, l'effetto del grado di coincidenza tra proprietà e gestione, in media positivo, si annulla e diventa negativo per le imprese medie e grandi. Tale risultato potrebbe suggerire che il cumulo dei ruoli di socio e amministratore risolve problemi di agenzia; tuttavia, questo effetto svanisce con il crescere della dimensione di impresa e quindi con l'esigenza di avere competenze manageriali esterne, non necessariamente in possesso dei soci. La coincidenza tra proprietà e gestione, infine, ha un effetto positivo superiore alla media nel settore delle costruzioni e nelle imprese localizzate nelle regioni meridionali.

8. Imprese familiari e organizzazione interna

La precedente sezione ha mostrato come le imprese familiari tendano a rimanere più piccole e a essere meno produttive. Per ricavare ulteriori elementi sui fattori che determinano questa peggiore performance sono stati utilizzati i dati dell'indagine sulle imprese industriali e dei servizi della Banca d'Italia⁴⁴. Sebbene tale indagine sia rivolta a un ridotto campione di imprese ed escluda quelle più piccole, essa ha il vantaggio di disporre di un ampio *set* di variabili che descrivono, tra l'altro, le caratteristiche dei lavoratori, le pratiche manageriali adottate, i processi di innovazione e gli investimenti in tecnologie avanzate. Tali fattori sono stati spesso additati come responsabili della modesta dinamica della produttività in Italia (Bloom e Van Reenen, 2010; Bugamelli *et al.* 2018) e potrebbero anche spiegare perché le imprese familiari sono meno produttive rispetto alle altre.

I dati dell'indagine confermano che la produttività del lavoro delle imprese familiari è più bassa: circa il 14% in meno, dopo aver tenuto conto della diversa distribuzione geografica e settoriale e della diversa dimensione delle imprese. I più bassi fatturati, a fronte di uno stesso numero di dipendenti, derivano sia da una minore qualificazione dei lavoratori sia da una più modesta efficienza nell'organizzazione dei processi produttivi. Il gap di produttività si riduce significativamente controllando per queste variabili.

⁴⁴ Si veda l'[Indagine sulle imprese industriali e dei servizi](#) sul sito della Banca d'Italia per ulteriori informazioni sui dati e le variabili.

L'indagine del 2010, in particolare, conteneva alcune domande alle imprese inerenti il livello di istruzione dei lavoratori e l'adozione di specifiche pratiche manageriali. I risultati mostrano che la quota di laureati nelle imprese familiari è più bassa di oltre 4 punti percentuali rispetto alle altre (Tavola 9). Se, da un lato, questo potrebbe riflettere l'importanza di altri tipi di competenze, più specifiche e non misurabili con l'istruzione formale (perché, ad esempio, trasmesse dalla famiglia all'interno dell'impresa), dall'altro evidenzia un gap di capitale umano che potrebbe spiegare la minore competitività di tali imprese e la difficoltà di cogliere le opportunità derivanti dall'innovazione tecnologica e dalla crescita di nuovi mercati di sbocco nel commercio internazionale. Con riferimento alle pratiche manageriali, nelle imprese familiari sono meno diffusi i gruppi di lavoro, c'è un minore coinvolgimento dei livelli gerarchici inferiori nei processi decisionali e, soprattutto, sono meno usate forme di remunerazione della dirigenza in base ai risultati. Tali pratiche possono significativamente influenzare la produttività delle imprese (Baltrunaite *et al.*, 2019).

Tavola 9. Capitale umano e pratiche manageriali nelle imprese familiari

Variabile dipendente:	% di laureati			Pratiche manageriali:		
	Totale	Operai	Altri	gruppi di lavoro	Performance-pay	Coinvolgimento nelle decisioni
Familiare	-4.399*** (0.653)	-0.866** (0.364)	-5.225*** (1.043)	-0.245*** (0.081)	-0.446*** (0.073)	-0.285*** (0.073)
# osservazioni	2,034	2,034	2,034	887	887	887
Effetti fissi settore	SI	SI	SI	SI	SI	SI
Effetti fissi area	SI	SI	SI	SI	SI	SI
Dimensione impresa	SI	SI	SI	SI	SI	SI

La tavola mostra, per ogni variabile dipendente, la correlazione con la proprietà familiare, al netto di effetti fissi di settore, area geografica e dimensione di impresa. Le prime tre colonne misurano la quota di laureati per il totale dei lavoratori dell'impresa, per gli operai e gli apprendisti e per gli imprenditori, dirigenti, quadri e impiegati, rispettivamente. Le ultime tre colonne misurano la diffusione di pratiche manageriali quali uso di gruppi di lavoro costituiti da dipendenti, uso di forme di remunerazione della dirigenza in base ai risultati e il coinvolgimento nelle decisioni dei livelli gerarchici inferiori. Elaborazioni su dati dell'indagine sulle imprese industriali e dei servizi del 2010.

In altre edizioni della stessa indagine erano contenute domande che misuravano il grado di innovazione delle imprese. Secondo tali risultati le imprese familiari si caratterizzano per una minore propensione nell'apportare innovazioni nei processi produttivi, mentre non si individuano differenze significative con riferimento alle innovazioni organizzative o di prodotto (Tavola 10). Le imprese familiari, inoltre, sono meno dotate di tecnologie avanzate quali, soprattutto, intelligenza artificiale, *big data* e internet delle cose⁴⁵.

⁴⁵ Più in generale, la diffusione dell'economia digitale in Italia risente di una struttura produttiva frammentata, in grande parte composta da aziende piccole. Nel 2017, secondo i dati dell'indagine sulle imprese industriali e dei servizi, meno di un quinto delle aziende con un numero di addetti compreso tra 20 e 50 aveva adottato almeno una tecnologia avanzata; la quota saliva a circa un terzo tra le imprese medie e a oltre la metà per quelle con più di 250 addetti.

Tavola 10. Innovazioni e adozione di tecnologie avanzate nelle imprese familiari

Variabile dipendente:	innovazioni dei processi produttivi	Innovazioni organizzative o gestionali	Innovazioni di prodotto	Adozione di tecnologie avanzate
familiare	-0.032* (0.018)	-0.025 (0.019)	0.002 (0.018)	-0.035** (0.018)
# osservazioni	3,355	3,355	3,355	3,440
Effetti fissi settore	SI	SI	SI	SI
Effetti fissi area	SI	SI	SI	SI
Dimensione impresa	SI	SI	SI	SI

La tavola mostra, per ogni variabile dipendente, la correlazione con la proprietà familiare, al netto di effetti fissi di settore, area geografica e dimensione di impresa. Le prime tre colonne misurano diverse dimensioni dell'innovazione mentre l'ultima colonna misura l'adozione di tecnologie avanzate (intelligenza artificiale e *big data*, internet delle cose, robotica avanzata e stampa tridimensionale). Elaborazioni su dati dell'indagine sulle imprese industriali e dei servizi del 2010, 2014 e 2015.

9. Conclusioni

Il presente lavoro descrive l'evoluzione degli assetti proprietari e di governance delle imprese italiane, con particolare riferimento alle società di capitali, analizzandone i nessi con alcune innovazioni della normativa societaria, i fattori di contesto all'interno dei quali le imprese nascono e si sviluppano e le condizioni del ciclo economico.

I principali risultati mostrano una dinamica demografica positiva delle società di capitali – si è assistito a una sostanziale ricomposizione tra queste ultime e le società di persone – favorita anche da una ripresa della natalità indotta da alcuni interventi legislativi, che ne hanno ridotto sia i costi di costituzione che quelli di gestione.

In termini di assetti proprietari e di governance, le società di capitali continuano tuttavia a caratterizzarsi per un'elevata concentrazione della proprietà, una prevalenza dell'impresa familiare, un marcato localismo sia degli imprenditori sia degli amministratori e un contenuto grado di separazione tra proprietà e gestione.

La persistenza di questi fenomeni e la forte variabilità sul territorio della loro intensità suggeriscono che vi possano essere delle determinanti riguardanti i fattori di contesto. Semplici correlazioni mostrano che la diffusione della proprietà familiare è più forte nei territori con un contesto istituzionale e sociale di minore qualità, più bassa dotazione di capitale sociale e minore tutela delle obbligazioni contrattuali.

L'analisi empirica si conclude con alcune regressioni che mostrano gli effetti delle principali variabili che definiscono gli assetti proprietari e di governance sulla performance delle imprese. Secondo i nostri risultati, le imprese familiari si caratterizzano per una più contenuta crescita del fatturato, una inferiore produttività del lavoro e una più bassa attività di investimento, sebbene a fronte di una minore probabilità di uscita dal mercato. Gli effetti negativi sono più forti per le imprese più grandi, per quelle operanti nel settore manifatturiero e per quelle insediate nel Centro-Nord. La minore produttività delle imprese familiari è in larga parte attribuibile ai più bassi livelli di

istruzione delle persone che vi lavorano e a un minore ricorso a buone pratiche manageriali.

Nel complesso, tali risultati suggeriscono che l'effetto negativo della proprietà familiare è maggiore in mercati più aperti alla concorrenza e/o in imprese nelle quali contano di più competenze manageriali e organizzative, mentre si attenua là dove tali caratteristiche rappresentano una soluzione alle frizioni dei mercati.

Riferimenti bibliografici

Acemoglu D. e M. Dell (2010), Productivity differences between and within countries, *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 2, pp. 169-188.

Adams R.B., H. Almeida e D. Ferreira (2005), Powerful CEOs and their impact on corporate performance, *Review of Financial Studies*, vol. 18, pp.1403-1432.

Anderson R.C. e D.M. Reeb (2003), Founding-family ownership and firm performance: evidence from the S&P 500, *Journal of Finance*, vol. 58, pp.1301-1328.

Baltrunaite, A., G. Bovini e S. Mocetti (2019), Directors' talent and firm productivity, Banca d'Italia, Temi di discussione, di prossima pubblicazione.

Bandiera O., L. Guiso, A. Prat e R. Sadun (2015), Matching firms, managers, and incentives, *Journal of Labor Economics*, vol. 33, pp. 623-681.

Belcredi M. e S. Micossi (2001), Il diritto societario, corporate governance e autodisciplina: il dibattito in Italia, *Economia Italiana*, vol. 1, pp. 105-135.

Bellavite Pellegrini C. (2006), La riforma del diritto societario: alcune prime evidenze empiriche, *La Riforma del Diritto societario: approfondimenti ed esperienze*, pp. 25-62, Il Sole 24Ore, Milano.

Bennedsen M., K.M. Nielsen, F. Perez-Gonzalez e D. Wolfenzon (2007), Inside the family firm: the role of families in succession decisions and performance, *Quarterly Journal of Economics*, vol. 122, pp. 647-691.

Bernile G., V. Bhagwat e S. Yonker (2018), Board diversity, firm risk, and corporate policies, *Journal of Financial Economics*, vol. 127, pp. 588-612.

Bertrand M. e A. Schoar (2003), Managing with style: the effect of managers on firm policies, *Quarterly Journal of Economics*, vol. 118, pp. 1169-1208.

Bertrand M. e A. Schoar (2006), The role of family in family firms, *Journal of Economic Perspectives*, vol. 20, pp. 73-96.

Bianchi M., M. Bianco, S. Giacomelli, A.M. Paces e S. Trento (2005), *Proprietà e controllo delle imprese in Italia*, Il Mulino, Bologna.

Bianco M., M.E. Bontempi, R. Golinelli e G. Parigi (2013), Family firms' investments, uncertainty and opacity, *Small Business Economics*, vol. 40, pp. 1035-1058.

Bloom N. e J. Van Reenen (2007), Measuring and explaining management practices across firms and countries, *Quarterly Journal of Economics*, vol. 122, pp. 1351-1408.

Bloom N. e J. Van Reenen (2010), Why do management practices differ across firms and countries? *Journal of Economic Perspectives*, vol. 24, pp. 203-224.

Bloom N., E. Brynjolfsson, L. Foster, R. Jarmin, M. Patnaik, I. Saporta-Eksten e J. Van Reenen (2019), What drives differences in management practices? *American Economic Review*, vol. 109, pp. 1648-1683.

Bobbio E. (2016), Tax evasion, firm dynamics and growth, *Questioni di Economia e Finanza* 357, Banca d'Italia.

Brandolini A. e M. Bugamelli (2009), Rapporto sulle tendenze del sistema produttivo italiano, *Questioni di Economia e Finanza* n. 45, Banca d'Italia.

Brodi E. (2014), Svolgere attività d'impresa senza capitale di rischio: brevi note sulla nuova fisionomia della società a responsabilità limitata, *Analisi giuridica dell'economia*, vol. 1, pp. 205-220.

Brodi E. (2018), Tempestiva emersione e gestione della crisi d'impresa. Riflessioni sul disegno di un efficiente «sistema di allerta e composizione», *Questioni di Economia e Finanza* n. 440, Banca d'Italia

Bugamelli M., L. Cannari, F. Lotti e S. Magri (2012), Il gap innovativo del sistema produttivo italiano: radici e possibili rimedi, *Questioni di Economia e Finanza* n. 121, Banca d'Italia.

Bugamelli M., F. Lotti, M. Amici, E. Ciapanna, F. Colonna, F. D'Amuri, S. Giacomelli, A. Linarello, F. Manaresi, G. Palumbo e F. Scoccianti (2018), Productivity growth in Italy: a tale of a slow-motion change, *Questioni di Economia e Finanza* n. 422, Banca d'Italia.

Burkart M., F. Panunzi e A. Shleifer (2003), Family firms, *Journal of Finance*, vol. 58, pp. 2167-2201.

Cappiello A. (2013), Costi di costituzione e caratteristiche delle s.r.l. a capitale minimo e s.r.l. semplificate in alcuni paesi UE, Consiglio Nazionale del Notariato.

Caselli F. e N. Gennaioli (2013), Dynastic management, *Economic Inquiry*, vol. 51, pp. 971-996.

Cingano F. e P. Pinotti (2016), Trust, firm organization, and the pattern of comparative advantage, *Journal of International Economics*, vol. 100, pp. 1-13.

Costi R. e F. Vella (2008), Banche, governo societario e funzioni di vigilanza, *Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale*, Banca d'Italia.

Cucculelli M. e G. Micucci (2008), Family succession and firm performance: evidence from Italian family firms, *Journal of Corporate Finance*, vol. 14, pp. 17-31.

Enriques L. e J.R. Macey (2001), Creditors versus capital formation: the case against the European legal capital rules, *Cornell Law Review*, vol. 86, pp. 1165-1204.

Ferri G. Jr. (2014), La società a responsabilità limitata semplificata e la società a responsabilità limitata a capitale ridotto. Prime osservazioni, *Liber amicorum Pietro Abbadessa*, II, Torino, pp. 1727-1747.

Franks J., C. Mayer, P. Volpin e H.F. Wagner (2012), The life cycle of family ownership: international evidence, *Review of Financial Studies*, vol. 25, pp. 1675-1712.

Giorcelli M. (2019), The long term effects of management and technology transfer, *American Economic Review*, vol. 109, pp. 121-152.

Gugler K. (2001), *Corporate governance and economic performance*, Oxford University Press.

Kaplan S.N., M.M. Klebanov e M. Sorensen (2012), Which CEO characteristics and abilities matter? *Journal of Finance*, vol. 67, pp. 973-1007.

Knack P. e S. Keefer (1997), Does social capital have an economic payoff? A cross-country investigation, *Quarterly Journal of Economics*, vol. 112, pp. 1251-1288.

La Porta R., F. Lopez de Silanes, A. Shleifer e R. Vishny (1997), Legal determinants of external finance, *Journal of Finance*, vol. 52, pp. 1131-1150.

La Porta R., F. Lopez de Silanes, A. Shleifer e R. Vishny (1998), Law and Finance, *Journal of Political Economy*, vol. 106, pp. 1113-1155.

La Porta, R., F. Lopez de Silanes, A. Shleifer e R. Vishny (2000), Investor protection and corporate governance, *Journal of Financial Economics*, vol. 58, pp. 3-27.

Lippi F. e F. Schivardi (2014), Corporate control and executive selection, *Quantitative Economics*, vol. 5, pp. 417-456.

Macrì E. (2014), La s.r.l. semplificata e la s.r.l. con capitale inferiore al minimo legale: le recenti novità normative, *Liber amicorum Pietro Abbadessa, II*, Torino, pp. 1797-1820.

Michelacci C. e O. Silva (2007), Why so many local entrepreneurs? *Review of Economics and Statistics*, vol. 89, pp. 615-633.

Miller D., I. Le Breton-Miller, R.H. Lester e A.A. Cannella Jr. (2007), Are family firms really superior performers? *Journal of Corporate Finance*, vol. 13, pp. 829-858.

Montalenti P. (2006), La riforma del diritto societario. Dottrina, giurisprudenza, prassi applicative alla luce dei dati statistici: spunti di riflessione, *Giurisprudenza Commerciale*, vol. 33, pp. 504-520.

Notari M. (2006), Note a margine dei primi dati statistici sugli effetti della riforma delle società di capitali, *Rivista delle società*, pp. 385-400.

Pérez-González F. (2006), Inherited control and firm performance, *American Economic Review*, vol. 96, pp. 1559-1588.

Portale G.B. (2010), Società a responsabilità limitata senza capitale sociale e imprenditore individuale con «capitale destinato» (Capitale sociale quo vadis?), *Rivista delle Società*, vol. 55, pp. 1237-1250.

Putnam R. (1995), Bowling alone: America's declining social capital, *Journal of Democracy*, vol. 6, pp. 65-78.

Short H. (1994), Ownership, control, financial structure and the performance of firms, *Journal of Economic Surveys*, vol. 8, pp. 203-249.

Sraer D. e D. Thesmar (2007), Performance and behavior of family firms: evidence from the French stock market, *Journal of the European Economic Association*, vol. 5, pp. 709-751.

Villalonga B. e R. Amit (2006), How do family ownership, control and management affect firm value? *Journal of Financial Economics*, vol. 80, pp. 385-417.

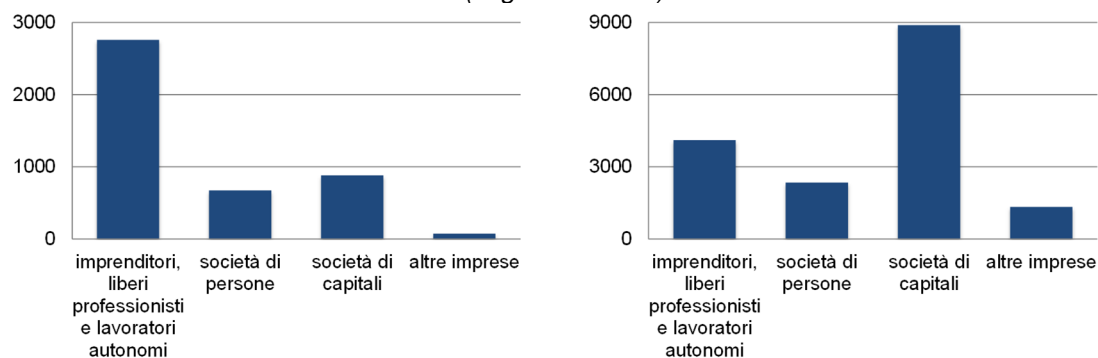
Appendice

A.1 Confronto tra i dati Infocamere, ISTAT e Cerved

In base ai dati dell'ISTAT e relativi all'universo delle imprese attive – vale a dire a unità che hanno svolto un'effettiva attività produttiva per almeno sei mesi nell'anno di riferimento – in Italia nel 2016 erano presenti circa 4,4 milioni di imprese che occupavano quasi 17,7 milioni di addetti⁴⁶.

Le società di persone e di capitali rappresentavano il 15% e il 20%, rispettivamente, del totale degli operatori attivi nel mercato – includendo imprese individuali, liberi professionisti e lavoratori autonomi (Fig. A1a); in termini di addetti esse rappresentavano il 14% e il 53% (Fig. A1b). A fronte di una media di 3,8 addetti per impresa, le società di capitali avevano una dimensione media di 10 addetti.

Figura A1. Imprese e addetti per tipologia di impresa
(migliaia di unità)



Fonte: elaborazioni su dati ISTAT.

Secondo i dati Infocamere nel 2016, le società di persone e di capitali erano quasi 2 milioni, un valore superiore del 26% a quello dei dati ISTAT. Differenze significative, sebbene con intensità diverse, si registrano per entrambe le tipologie di impresa e per i diversi settori di attività economica (Fig. A2). Tale divario riflette, probabilmente, l'inclusione nei dati Infocamere di imprese solo formalmente attive (o con livelli di attività economica presenti per un breve lasso temporale nel corso dell'anno).

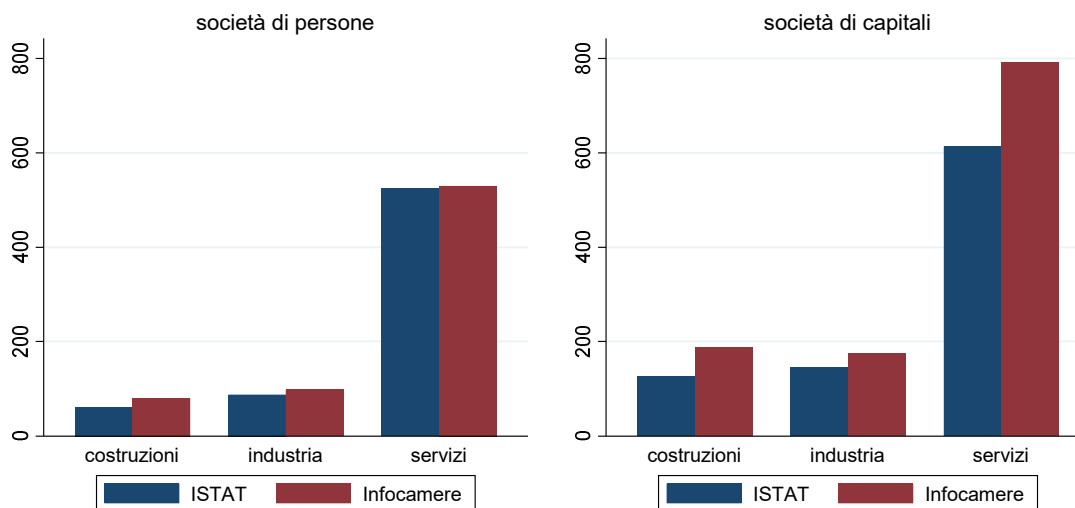
I tassi di entrata e di uscita erano pari al 6,2% e al 4,5%, rispettivamente. Tali valori, sebbene non perfettamente comparabili con quelli pubblicati dall'ISTAT, sono significativamente inferiori⁴⁷. Anche in questo caso il divario è (almeno in parte) attribuibile all'inclusione di imprese di fatto non operative: da un lato, aumentano il

⁴⁶ Sono escluse le attività economiche relative a: agricoltura, silvicoltura e pesca (sezione A della classificazione ATECO 2007); amministrazione pubblica e difesa; assicurazione sociale obbligatoria (sezione O); attività di organizzazioni associative (divisione 94); attività di famiglie e convivenze come datori di lavoro per personale domestico; produzione di beni e servizi indifferenziati per uso proprio da parte di famiglie e convivenze (sezione T); organizzazioni ed organismi extraterritoriali (sezione U); le unità classificate come istituzioni pubbliche e istituzioni private non profit.

⁴⁷ Analogamente a quanto fatto dall'ISTAT, il calcolo dei tassi di entrata e di uscita è stato effettuato escludendo le imprese delle sezioni A, O, P, Q, R, S, T e U. Tuttavia, mentre l'ISTAT considera tutte le tipologie di imprese, le nostre elaborazioni sono circoscritte alle società di persone e di capitali.

denominatore sul quale sono calcolati di tassi di entrata e di uscita; dall'altro, non si considerano come uscite dal mercato imprese che non sono più attive.

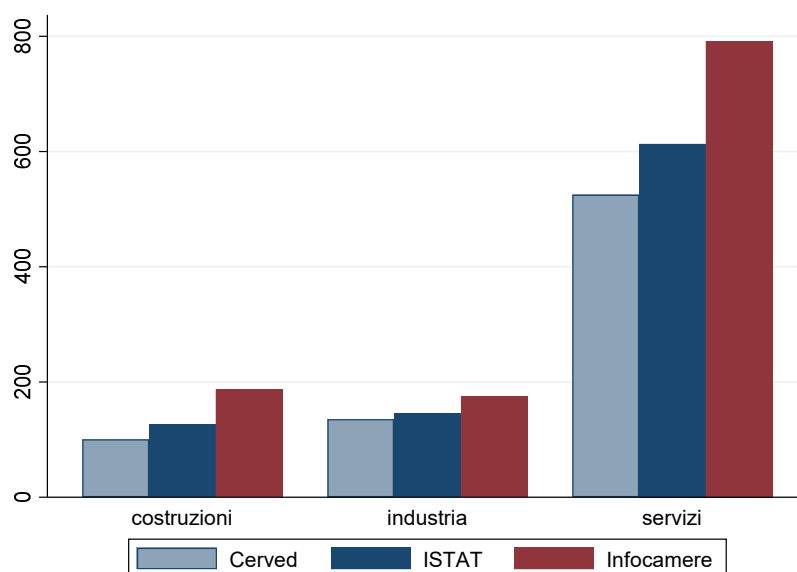
Figura A2. Confronto tra i dati Infocamere e ISTAT per tipo di società
(migliaia di unità)



Fonte: elaborazioni su dati ISTAT e Infocamere.

Nel lavoro, in alcune analisi riferite alle società di capitali, si associano i dati di bilancio di fonte Cerved ai dati di Infocamere. Le società di capitali con fatturato o costo del lavoro strettamente positivo nel 2016 erano oltre 755.000, un valore prossimo a quello indicato dai dati ISTAT e significativamente inferiore a quello indicato dai dati Infocamere (Fig. A3). Anche in questo caso, il divario rispetto ai dati di Infocamere è presumibilmente attribuibile alla segnalazione nei registri delle camere di commercio di imprese che nei fatti non sono attive (o a ritardi amministrativi della loro cancellazione).

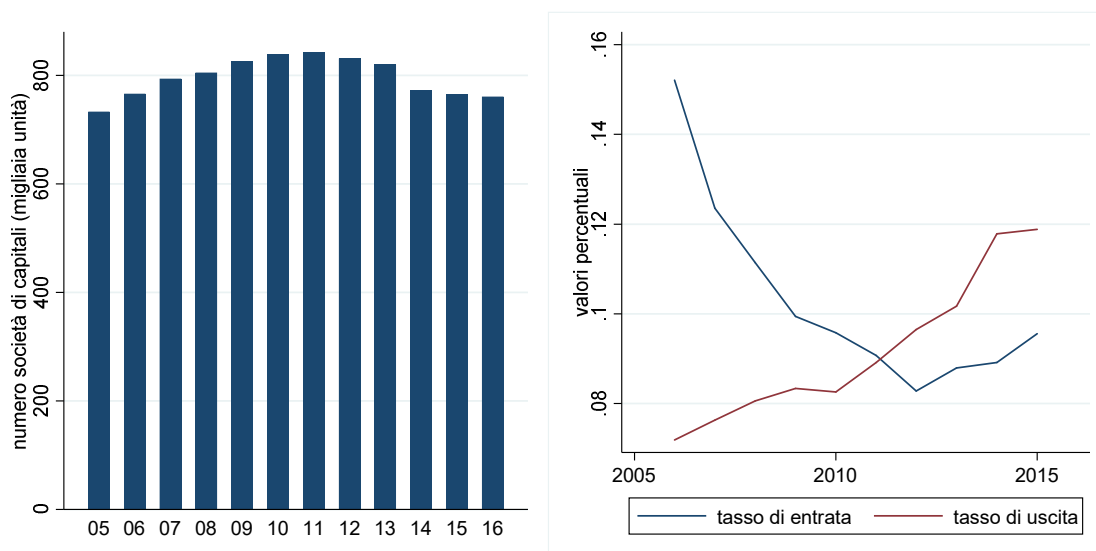
Figura A3. Confronto tra i dati Infocamere, ISTAT e Cerved
(migliaia di unità)



Fonte: elaborazioni su dati ISTAT, Cerved e Infocamere.

Utilizzando i dati Cerved emerge che il numero di società di capitali attive (vale a dire con fatturato o costo del lavoro strettamente positivi) è aumentato fino al 2011 e diminuito negli anni successivi, stabilizzandosi al di sopra delle 750.000 unità nell'ultimo triennio (Fig. A4)⁴⁸. Il tasso di natalità, diminuito negli anni della crisi, è tornato a crescere mentre è proseguita la crescita delle imprese uscite dal mercato.

Figura A4. Principali dinamiche demografiche delle società di capitali



Fonte: elaborazioni su dati Cerved.

⁴⁸ In base ai dati dell'Istat (Registro Statistico delle Imprese Attive), il numero delle società di capitali è aumentato di quasi l'11 per cento, a fronte di una lieve contrazione nel numero complessivo delle imprese.

A.2 Le imprese familiari

Bugamelli *et al.* (2012), usando i dati del campione EFIGE⁴⁹, mostrano che nel 2007-2009 le imprese italiane con una famiglia proprietaria erano pari all'86%: un dato che non si discostava significativamente da quello di altri paesi europei (80% in Francia, 90% in Germania, 83% in Spagna e 81% nel Regno Unito). La peculiarità italiana riguardava invece la composizione del management che, in due casi su tre, era costituito da un membro della famiglia, a fronte di valori molto più bassi per gli altri paesi presi a confronto.

Secondo i nostri dati, nel 2016 le imprese con una proprietà familiare erano il 66% e, tra queste, quelle in cui gli amministratori detenevano la maggioranza del capitale sociale erano il 67%⁵⁰. I nostri dati, pertanto, sottostimano la proprietà familiare. Tale sottostima è imputabile al fatto che la famiglia, nel nostro dataset, è individuata dal cognome mentre non osserviamo le relazioni di parentela (es. il coniuge che, pur appartenendo allo stesso nucleo ha un cognome distinto). Un'altra possibile fonte di sottostima è legata alla proprietà dell'impresa attraverso la partecipazione nel capitale sociale con altre società della famiglia. I dati sulla separazione tra proprietà e gestione per le imprese familiari sono invece in linea con quelli di Bugamelli *et al.* (2012).

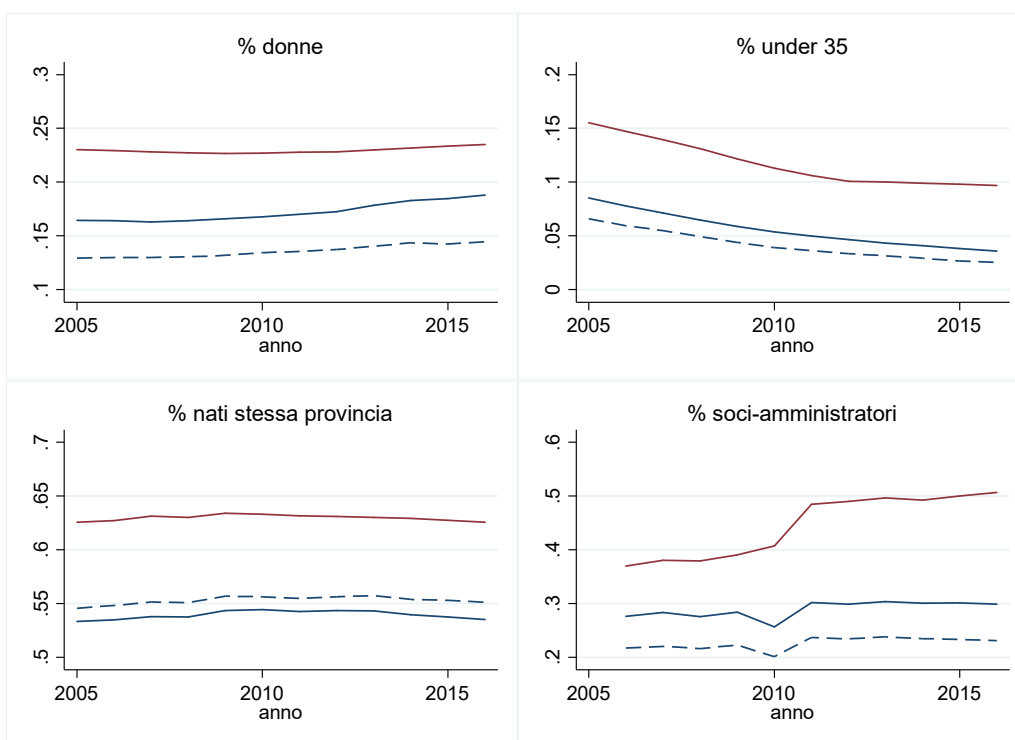
A.3 La governance delle società di capitali

Le caratteristiche degli amministratori risultano differenti qualora si considerino le diverse tipologie di società di capitali o la tipologia di incarico rivestito (esecutivo o meno). Nelle s.p.a. il numero di amministratori esecutivi è di poco superiore a 2, a fronte di una dimensione media del consiglio di amministrazione di circa 3 unità. Il numero di amministratori esecutivi non varia significativamente per dimensione dell'impresa, mentre quello degli amministratori privi di deleghe è maggiore nelle imprese medie e grandi. La Figura A5 mostra le caratteristiche degli amministratori (esecutivi e non) nelle s.r.l. e nelle s.p.a.

⁴⁹ Il campione EFIGE include circa 15.000 imprese manifatturiere europee con oltre 10 addetti.

⁵⁰ Tra il 2007 e il 2009 e per le sole imprese manifatturiere con almeno 10 addetti, per un confronto più puntuale con Bugamelli *et al.* (2012), quelle familiari erano il 53% e, tra queste, quelle con un management in maggioranza familiare erano il 66%. Oltre alla forte coincidenza tra proprietà e gestione, le imprese familiari si caratterizzano rispetto alle altre anche per una maggiore concentrazione della proprietà (70% contro 58%) e un più forte localismo dei soci (67% contro 39%).

Figura A5. Principali dinamiche demografiche delle società di capitali



Fonte: elaborazioni su dati Infocamere.

La linea rossa si riferisce alle s.r.l., la linea blu continua si riferisce alle s.p.a. e la linea blu tratteggiata si riferisce sempre alle s.p.a. ma ai soli amministratori esecutivi.