

**BANCA D'ITALIA**

**Temi di discussione**

**del Servizio Studi**

**Forma giuridica, quotazione e struttura proprietaria  
delle imprese italiane: prime evidenze comparate**

**di L. Cannari, G. Marchese e M. Pagnini**



**Numero 202 - Luglio 1993**



**BANCA D'ITALIA**

**Temi di discussione**

**del Servizio Studi**

**Forma giuridica, quotazione e struttura proprietaria  
delle imprese italiane: prime evidenze comparate**

**di L. Cannari, G. Marchese e M. Pagnini**

**Numero 202 - Luglio 1993**

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

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

Il lavoro fa parte del progetto di ricerca sul mercato della proprietà e del controllo delle imprese, promosso dalla Banca d'Italia. I risultati della prima fase della ricerca sono stati esposti e discussi nel corso di un seminario svoltosi presso la Sadiba (Perugia) nei giorni 19-20 marzo 1993.

COMITATO DI REDAZIONE: *GIORGIO GOMEL, EUGENIO GAIOTTI, LUIGI GUISO, DANIELE TERLIZZESE; SILIA MIGLIARUCCI (segretaria).*

# FORMA GIURIDICA, QUOTAZIONE E STRUTTURA PROPRIETARIA DELLE IMPRESE ITALIANE: PRIME EVIDENZE COMPARATE

di L. Cannari (\*), G. Marchese (\*\*) e M. Pagnini (\*\*)

## Sommario

Il lavoro fornisce un quadro statistico della distribuzione delle imprese italiane per forma giuridica, diffusione della quotazione in borsa e struttura proprietaria, realizzando, ove possibile, un confronto con la situazione degli altri paesi europei. L'analisi conferma che la struttura per forma giuridica in Italia si caratterizza per il forte peso delle imprese individuali e la modesta presenza delle società di capitali. Emerge una stretta connessione fra tale fenomeno e la prevalenza nel sistema produttivo italiano di imprese di piccole dimensioni; anche tra queste ultime, tuttavia, risulta minore, rispetto agli altri paesi europei, la propensione all'uso della forma giuridica della società di capitali. Dalle stime del patrimonio netto complessivo delle società di capitali e del peso di quello delle società quotate risulta una modesta propensione delle imprese italiane a ricorrere al mercato borsistico: l'entità del capitale quotato è modesta in rapporto sia al capitale complessivo sia a quello delle sole società che soddisfano i requisiti dimensionali per l'ammissione alla quotazione in borsa. La diffusione del possesso azionario appare limitata e la struttura della proprietà fortemente concentrata.

## Indice

1. Introduzione .....	p. 5
2. La struttura delle imprese per forma giuridica ...	p. 9
2.1 La scelta della forma giuridica: cenni .....	p. 9
2.2 Dimensione d'impresa e forma giuridica .....	p. 14
2.3 L'Italia nel confronto internazionale .....	p. 15
2.4 L'evoluzione storica .....	p. 19
2.4.1 L'evoluzione della struttura delle imprese per forma giuridica e per dimensione .....	p. 19
2.4.2 1985-1990: i dati Cerved. ....	p. 24
3. Le società di capitali: quotate e quotabili .....	p. 25
4. Struttura della proprietà: alcune indicazioni ....	p. 32
4.1 Imprese, famiglie e investitori istituzionali .....	p. 32
4.2 La concentrazione del possesso azionario familiare .....	p. 35
Tavole .....	p. 39
Appendice A .....	p. 63
Appendice B .....	p. 65
Appendice C .....	p. 67
Riferimenti bibliografici .....	p. 70

-----  
(\* ) Banca d'Italia, Nucleo di ricerca economica di Firenze.

(\*\* ) Banca d'Italia, Servizio Studi.



## 1. Introduzione<sup>1</sup>

Gli sviluppi recenti della teoria microeconomica hanno posto in rilievo l'importanza delle relazioni contrattuali e non contrattuali ai fini dell'analisi del concetto d'impresa e del suo funzionamento. Da un lato l'impresa appare, infatti, come un "crocevia di contratti", vale a dire come il centro attorno a cui gravitano le relazioni contrattuali, di natura formale e informale, tra differenti stakeholders (Jensen e Meckling, 1976)<sup>2</sup>. Dall'altro, essa è identificata dalla subordinazione di un insieme di beni capitali a un diritto di controllo definito residualmente: è proprietario colui che ha la facoltà di decidere cosa fare nelle circostanze non previste dalla pluralità di contratti che insistono sull'impresa stessa (Grossman e Hart, 1986; Hart e Moore, 1990). Dal disegno dei vari diritti contrattuali (formali e non) e residuali (diritti di proprietà) e dalla capacità di farli rispettare dipende in modo cruciale l'efficienza dell'impresa.

- 
1. Gli autori ringraziano Fabrizio Barca per i commenti, sempre di grande utilità, e per l'aiuto prestato nella fase di impostazione del lavoro. Luigi Buzzacchi ha fornito utili commenti in qualità di discussant. Si ringraziano inoltre Marino Perassi, Valeria Sannucci, Franco Varetto, Irene Valsecchi ed Emerico Zautzik per i preziosi suggerimenti a precedenti stesure. Un particolare ringraziamento è diretto a Roberto Di Bartolo Zucarello e Danila Moscoiuri per le elaborazioni statistiche relative al par. 2 e a Paola Tesei per le stime del par. 3. Si ringraziano anche Rossana Dell'Orca ed Edy Lucci per l'assistenza editoriale. Eventuali errori e imprecisioni sono di responsabilità degli scriventi. Le tesi sostenute nel lavoro riflettono unicamente il pensiero degli autori e non coinvolgono l'Istituto di appartenenza. Sebbene frutto di un lavoro comune, Luigi Cannari ha curato in particolare il par. 4, Grazia Marchese il par. 3 e Marcello Pagnini il par. 2.
  2. Si pensi alle relazioni tra le imprese e i loro fornitori e clienti, ai rapporti con i finanziatori esterni e quelli tra management e azionisti e tra management e lavoratori.

In questa ottica assumono rilievo diversi elementi di natura istituzionale entro cui si esercita l'attività dell'impresa. Tra questi vi è, in primo luogo, la forma giuridica a cui sono associate diverse forme contrattuali e che concorre a identificare i detentori del controllo e le modalità di trasferimento dello stesso. Il principio della responsabilità limitata, per esempio, tipico delle società di capitali, può avere l'effetto di rimuovere alcuni vincoli finanziari allo sviluppo, garantendo una più agevole raccolta di capitale di rischio e traslando una parte del rischio di impresa su creditori con scarso potere contrattuale. Un secondo aspetto importante riguarda l'adesione di una impresa alle regole di un mercato organizzato e regolamentato quale è la borsa.

Con questo lavoro si intende fornire un quadro statistico il più possibile coerente di tre aspetti istituzionali del sistema delle imprese italiane: la loro distribuzione per forma giuridica; la diffusione della quotazione in borsa; la struttura della proprietà. La conoscenza di questi aspetti, ove possibile anche attraverso un confronto con la situazione degli altri paesi europei, appare importante nell'analisi delle modalità che assumono in Italia l'allocazione e il trasferimento del controllo.

Le conclusioni del lavoro sono riassumibili nei seguenti termini.

È noto che la struttura per forma giuridica in Italia si caratterizza per il forte peso delle imprese individuali e la modesta presenza delle società di capitali. L'analisi dei dati censuari mostra effettivamente che le prime rappresentavano, nel 1981, l'81,3 per cento del totale delle imprese, contro il 68,2, 77,3 e 39,8 per cento, rispettivamente, per la Francia, la Germania e il Regno Unito. Un'analisi più approfondita mostra tuttavia che, data la stretta connessione

tra dimensione e scelta della forma giuridica, il predominio della forma di impresa individuale va attribuito alla forte incidenza delle piccole e medie imprese nella struttura produttiva italiana. La ridotta presenza di società di capitali, a favore delle imprese individuali e delle società di persone, sembra, dal canto suo, riconducibile, oltre che al già citato fattore dimensionale, anche alla minore propensione da parte delle imprese italiane a usare la forma della S.p.A o S.r.l nelle classi dimensionali al di sotto dei 50 addetti.

L'esame dell'evoluzione storica per forma giuridica mostra peraltro una tendenza alla crescita delle forme societarie a scapito delle imprese individuali: la quota di queste ultime cade, nel trentennio 1951-1981, di 9 punti percentuali, a fronte di un aumento di 5 e 2 punti per le società di persone e per quelle di capitali (tali tendenze risultano confermate dall'analisi in termini di addetti). Questo risultato non dipende da un aumento del peso delle medie e grandi imprese, che si è anzi ridotto. Piuttosto, la maggiore propensione a usare la forma della società di capitali potrebbe essere spiegata, oltre che con il richiamo a fattori di tipo sociologico e culturale, con la crescente importanza assunta dai vincoli finanziari per lo sviluppo delle imprese e l'accresciuta rilevanza di una gestione efficiente del controllo.

Per quanto riguarda il ricorso alla quotazione in borsa, la valutazione del patrimonio netto del complesso delle società di capitali ha consentito di stimare il peso delle società quotate. Nel complesso, nel 1991, esso è pari al 16,6 per cento (15,1 se si escludono le istituzioni creditizie).

La limitata incidenza del ricorso alla quotazione in borsa può derivare, dal lato dell'offerta, sia da fattori dimensionali, sia da una modesta propensione delle imprese italiane a ricorrere a tale mercato. L'importanza di questo ultimo aspetto è comprovata dal fatto che, se si prendono in

esame le società che soddisfano il requisito dimensionale per essere ammesse alla quotazione (un patrimonio netto non inferiore a 10 miliardi di lire), solo il 27 per cento del patrimonio di esse risulta effettivamente quotato in borsa.

Si analizza infine la struttura della proprietà delle imprese per tipologia del soggetto detentore, fornendo anche elementi utili per valutare il grado di concentrazione della proprietà. Dall'analisi della ripartizione del patrimonio per settore detentore emerge che, nel confronto con i tre principali paesi europei, la quota di possesso attribuibile alle imprese italiane è superiore solo al Regno Unito: 24 per cento contro il 7,5. Per contro, la quota in possesso delle famiglie risulta notevolmente superiore a quella degli altri paesi considerati: 50,8 per cento, contro il 27, 16,9 e 13,3 per cento, rispettivamente, per Francia, Germania e Regno Unito. Ciò può essere messo in relazione, da un lato, con lo scarso ruolo degli investitori istituzionali nel nostro paese, dall'altro con la forte presenza del controllo familiare diretto nella fascia delle piccole e medie società di capitali (circa il 13 per cento dell'occupazione delle società di capitali si concentra in imprese con meno di 100 addetti).

Le informazioni disponibili suggeriscono una modesta diffusione del possesso azionario. Meno del 5 per cento delle famiglie dichiara, in indagini campionarie, di detenere azioni (circa il 6 per cento qualora si corregga per tener conto del fenomeno della reticenza), contro, ad esempio, l'11,6 per cento della Germania e il 14 per cento della Francia. Tale dato appare confermato da alcune indicazioni circa una forte concentrazione della struttura proprietaria: da un campione di imprese risulta che i primi tre azionisti possiedono il 71, 91 e 99 per cento, rispettivamente del capitale di S.p.A. quotate, S.p.A. non quotate e società a responsabilità limitata.

## 2. La struttura delle imprese per forma giuridica

### 2.1 La scelta della forma giuridica: cenni

Nel seguito del lavoro le imprese verranno distinte, a seconda della loro forma giuridica, in imprese individuali, società di persone e società di capitali, ponendo l'accento prevalentemente sulla linea di demarcazione tra queste ultime e le altre forme e trascurando in parte le differenze, pur rilevanti, esistenti tra le prime due e all'interno di ogni categoria. Inoltre, nell'individuare le possibili conseguenze allocative derivanti dalle diverse forme giuridiche ci si occuperà solamente di effetti potenziali, vale a dire di effetti che derivano dalle previsioni normative associate ai vari tipi giuridici senza tener conto dell'effettiva prassi giuridica né dell'uso strategico da parte degli operatori di quelle forme (Frasca e Szegö, 1992).

L'adozione di una particolare forma giuridica ha diverse conseguenze sul modus operandi e sulle relazioni contrattuali e non dell'impresa. In particolare, ci sembra che quattro aspetti possano essere evidenziati: a) l'ammontare degli oneri fiscali<sup>3</sup>; b) l'entità e la natura dei vincoli relativi al finanziamento dell'attività dell'impresa; c) le modalità con cui si esercita il controllo; d) la trasferibilità del controllo stesso.

Nel seguito del lavoro discuteremo in particolare i punti b)-d), dedicando al punto a) solo alcune brevi considerazioni.

a) Aspetti fiscali. È utile distinguere tre tipi di imposizione: i c.d. costi fissi legali e fiscali; le imposte sul

---

3. Sia in sede di costituzione della società, sia nel corso della vita operativa della medesima.

reddito dell'impresa; il regime fiscale relativo al trasferimento della proprietà tramite successione per causa di morte.

Quanto al primo punto, è noto che i costi di costituzione, le tasse di concessione governative e altri costi fissi di natura analoga<sup>4</sup> tendono a favorire le società di persone e le imprese individuali rispetto alle società di capitali. Ciò stabilisce indirettamente un legame con la dimensione: i maggiori oneri fissi gravanti sulle società di capitali richiedono una dimensione adeguata per poter limitare il loro importo unitario.

Circa l'imposizione sul reddito e il trattamento fiscale delle successioni per causa di morte è difficile stabilire a priori e a parità di condizioni quale possa essere la forma giuridica che le rende minime. La complessità della materia richiederebbe approfondimenti specifici che prescindono dagli scopi e dalla natura di questo lavoro.

- b) Vincoli finanziari. Come è noto, tanto l'imprenditore individuale quanto i soci delle società di persone rispondono illimitatamente e, con riferimento ai secondi, solidalmente, delle obbligazioni assunte dall'impresa; viceversa, nelle società di capitali, i soci rispondono limitatamente al capitale sottoscritto<sup>5</sup>. Il principio della responsabilità limitata ha l'effetto, in primo luogo, di rimuovere alcuni vincoli finanziari che possono ostacolare lo sviluppo dell'impresa. Esso consente infatti una più agevole raccolta di capitale di rischio presso soggetti

---

4. Si pensi per esempio ai costi del collegio sindacale e all'obbligo di certificazione dei bilanci.

5. Sulle origini della responsabilità limitata si veda il classico lavoro di Shannon (1931).

non direttamente coinvolti nella direzione dell'impresa, limitando al capitale investito nella società la perdita massima che questi ultimi possono sostenere (Greenwald e Stiglitz, 1992).

D'altra parte, sempre grazie al principio della responsabilità limitata, le società di capitali sono in grado di traslare una parte del rischio derivante dall'attività dell'impresa su particolari categorie di creditori privi del potere contrattuale sufficiente per richiedere garanzie addizionali rispetto al patrimonio sociale.

È ragionevole assumere che la presenza in termini numerici e la rilevanza economica dei creditori deboli aumenti al crescere della dimensione della società, rendendo per questa via la responsabilità limitata tanto più vantaggiosa quanto più l'impresa presenta dimensioni adeguate.

- c) Esercizio del controllo. Garantendo una maggiore diffusione della proprietà, la responsabilità limitata contribuisce anche a un aumento del grado di liquidità dei titoli rappresentativi della proprietà dell'impresa. Ciò consente di gestire il controllo con percentuali anche assai inferiori alla maggioranza assoluta del capitale e, al limite, di separare la proprietà dal controllo.

L'esistenza, inoltre, di una maggiore articolazione dei poteri degli organi sociali interni alla società di capitali rispetto alle altre forme giuridiche garantisce un più efficace sistema di delega dai proprietari agli amministratori. La legge stabilisce l'attribuzione di specifiche aree di competenza all'assemblea dei soci e al consiglio di amministrazione. Ciò impedisce, da un lato, un eccesso di attività di monitoraggio da parte degli azionisti sull'operato degli amministratori, dall'altro, consen-

te di attribuire doveri e responsabilità a questi ultimi.

La ricchezza degli organi sociali all'interno delle società di capitali impone tuttavia una serie di oneri organizzativi e gestionali che rendono i vantaggi di cui sopra più congeniali a imprese di grandi dimensioni.

- d) Trasferibilità del controllo. La responsabilità illimitata a cui sono sottoposti i soci delle società di persone giustifica, secondo un autorevole orientamento, sia il fatto che ogni modifica della compagine sociale debba essere sottoposta, in linea di principio, all'approvazione unanime di tutti i soci, sia il fatto che ogni socio possa essere considerato detentore dei diritti residuali di controllo (Galgano, 1991). Per converso, alla limitazione della responsabilità patrimoniale dei soci delle società di capitali si accompagnano una potenziale libera trasferibilità delle quote di capitale e una non necessaria coincidenza tra detenzione dei diritti di controllo e qualifica di socio.

Questi due aspetti influenzano le modalità e il grado di efficienza con cui il controllo può essere riallocato. Nel caso delle società di persone, il meccanismo di cooptazione di nuovi soci si basa su un vaglio soggettivo da parte dei soci preesistenti circa capacità, reputazione, solidità patrimoniale del socio entrante. La potenziale libera trasferibilità delle quote e della qualità di socio nelle società di capitali consente invece meccanismi di riallocazione del controllo basati sul mercato (si pensi alle scalate ostili così diffuse nel mercato dei capitali statunitense).

Un'ulteriore differenza tra i due tipi sociali è ricavabile dall'approccio dei contratti incompleti di Hart e Moore (1990). Per questi autori un'allocazione efficiente

dei diritti di proprietà è tale se tutti e solo i soggetti "decisivi" per lo svolgimento di una data attività economica sono inclusi nella coalizione dei proprietari. La ragione è che, includendo soggetti non decisivi, questi diluiranno la rendita appropriabile dai soggetti decisivi, diminuendo gli incentivi di questi ultimi a effettuare investimenti specifici ex ante importanti per l'attività dell'impresa.

Nelle società di persone la risoluzione dei conflitti tra i soci appare più costosa rispetto alle società di capitali: i soggetti non decisivi non potranno essere facilmente estromessi dalla gestione della società in quanto detentori di un potere di veto sulle decisioni prese dagli altri membri, cosa che invece sarebbe possibile nell'ambito delle società di capitali. In queste ultime possono infatti formarsi subcoalizioni di agenti che detengono la maggioranza del capitale e acquisiscono con ciò i diritti residuali di controllo. Si realizza quindi per tale via una più efficiente allocazione dei diritti di proprietà.

Le differenze tra le varie forme giuridiche sin qui descritte possono essere considerate virtuali, nel senso che esse scaturiscono dalle previsioni normative che regolano i vari tipi di società, ma non tengono conto del concreto atteggiarsi della giurisprudenza e dell'uso strategico che gli attori economici fanno di quelle forme.

Riferendoci ai benefici della responsabilità limitata, essi sono in buona parte annullati quando i creditori riescono a farsi rilasciare garanzie basate sul patrimonio personale dei soci o di terzi. È il caso, ad esempio, della "fidejussione omnibus", con la quale le banche italiane riuscivano fino a tempi recenti a farsi garantire un finanziamento per un ammontare e un periodo illimitati da parte del

fidejussore (che poteva essere un socio o un terzo). Per inciso, tale pratica ha indotto comportamenti perversi dal punto di vista dell'allocazione del credito, visto che in alcuni casi le banche continuavano a finanziare imprese non sulla base delle loro capacità di rimborso del debito ma di quelle del fidejussore<sup>6</sup>.

Un secondo elemento fattuale che può attenuare le distinzioni tra società di capitali e di persone in merito alla gestione del controllo e al suo trasferimento riguarda la concentrazione della struttura proprietaria. Quando questa ultima risulta molto elevata, come sembra essere nel caso dei paesi dell'Europa continentale, la riallocazione del controllo avviene in molti casi attraverso meccanismi simili a quello delle società di persone piuttosto che essere basata sul mercato. Vale a dire i trasferimenti della proprietà delle imprese coinvolgono un gruppo ristretto di soggetti economici e avvengono normalmente su base consensuale.

Anche la distinzione circa il grado di trasferibilità delle interessenze nei diversi tipi sociali può risultare attenuata nella pratica. Nel caso italiano ad esempio è possibile introdurre limitazioni alla circolazione delle quote in società di capitali e, al tempo stesso, inserire negli statuti delle società personali fattori che rendono più liberale il regime di trasferimento delle interessenze (Frasca e Szegö, 1992).

## 2.2 Dimensione d'impresa e forma giuridica

Nel paragrafo precedente si sono illustrati alcuni

---

6. Questa pratica consente alle banche di far fronte alle difficoltà dovute all'esistenza di notevoli asimmetrie informative, in parte derivanti dalla separazione tra banca e impresa che caratterizza l'ordinamento italiano.

possibili nessi tra il fattore dimensionale e la forma giuridica. L'esame dei dati censuari relativi al 1981 conferma l'esistenza di tali legami.

Mentre le imprese di 1 e 2 addetti sono quasi esclusivamente imprese individuali (97 e 80,7 per cento, rispettivamente), al crescere della dimensione la quota di queste ultime diminuisce e quella delle società aumenta. L'incidenza delle società a responsabilità limitata e delle società di persone risulta maggiore nelle classi intermedie; tra le imprese medio-grandi (sopra i 500 addetti) sono le società per azioni ad assumere il peso più elevato (80,9 per cento nella classe 500-999 addetti; 83,4 per cento nella classe 1000-4999 e 82,7 per cento nella classe sopra i 5000 addetti) (tav. 1).

La correlazione tra dimensione e forma giuridica si riscontra anche a livello settoriale (tav. 2). È da notare, inoltre, che la presenza delle società di capitali appare più diffusa nei rami di produzioni a più elevato contenuto tecnologico (minerali, metalli e prodotti chimici, ramo 2, e prodotti in metallo, macchine e strumenti di precisione, materiali e forniture elettriche, mezzi di trasporto, ramo 3), rispetto al ramo 1 (prodotti energetici), nonostante la più diffusa presenza in quest'ultimo di imprese medio-grandi.

### 2.3 L'Italia nel confronto internazionale

Nel confronto internazionale con le tre altre principali economie europee - Germania, Francia, Gran Bretagna - l'Italia è il paese in cui più rilevante risulta la presenza di imprese individuali e in cui il peso delle società, in particolare di capitali, è più basso (tav. 3).

Come messo in luce nel precedente paragrafo, tale

stato di cose può dipendere dalla struttura dimensionale del sistema produttivo, oltre che da motivazioni storiche e di tipo sociologico. L'Italia risulta infatti avere la struttura produttiva con la più forte presenza di piccole e medie imprese sul totale (tav. 4).

Al fine di verificare se le imprese italiane tendono a usare una particolare forma giuridica a prescindere dalla dimensione, si è confrontata la loro distribuzione per forma giuridica e per classi dimensionali con la corrispondente distribuzione osservata in altri paesi<sup>7</sup>.

In generale sembra di poter dire che l'Italia è in una posizione intermedia tra Germania e Francia per quanto riguarda il peso delle imprese individuali nelle varie classi dimensionali. Solo nella classe al di sotto dei 10 addetti, l'Italia mostra la quota più elevata di imprese individuali rispetto agli altri due paesi, dato che peraltro non viene confermato se si guarda al confronto con la Germania in termini di addetti (tavv. 5 e 6).

Quanto al complesso delle società di capitali, il caso italiano sembra essere più simile a quello tedesco, mostrando semmai una maggiore propensione all'uso delle società di capitali per le classi al di sopra dei 100 addetti. Evidente appare la peculiarità della Francia che ha una quota rilevante di società di capitali nelle classi dimensionali più piccole e decisamente superiore a quella riscontrata per gli altri paesi.

---

7. Per la Gran Bretagna non si dispone dei dati utilizzati per costruire la tav. 3. Secondo Hudson (1989), tuttavia, la forte presenza di società di capitali in tale paese sarebbe da ricondurre, tra l'altro, al fenomeno del self-employment. Ciò lascerebbe supporre che la forma della società di capitali sia molto diffusa anche tra imprese di dimensioni ridotte.

Al fine di approfondire l'analisi di tali evidenze si è scomposto il dato relativo alle società di capitali in S.p.A. e S.r.l. I dati confermano l'esistenza di due modelli contrapposti in Francia e Germania: quello basato sulla Société Anonyme (SA) e quello della Aktiengesellschaft (AG) (Rojo, 1991).

Il modello tedesco della AG riserva la società per azioni quasi esclusivamente alle imprese di grandi dimensioni che intendono ricorrere al mercato dei capitali. Le norme che regolano i poteri dell'assemblea dei soci, degli amministratori e degli altri organi sociali sono rigidamente fissate dalla legge e consentono scarsissime possibilità di deroga da parte degli azionisti (lo stesso ambito di tali deroghe è regolato per legge). Al contrario, il tipo della S.r.l., o GmbH, si caratterizza per la sua flessibilità e adattabilità: la legge lascia un'ampia libertà ai soci di regolare il funzionamento e l'attribuzione dei poteri interni alla società. Ciò crea una scarsa fungibilità tra S.p.A. e S.r.l. Il modello francese rappresenta per molti versi l'immagine speculare di quello tedesco: la libertà negoziale degli azionisti non è infatti regolamentata in modo rigido dalla legge, sia per quanto attiene alle modalità di funzionamento degli organi sociali interni sia per quanto riguarda il trasferimento del controllo. Ciò rende la SA francese un tipo sociale che può servire diversi scopi, arrivando a costituire una potenziale alternativa alla S.r.l. perfino sul terreno della piccola impresa.

In Germania la forma di AG è adottata da un numero esiguo di società di notevoli dimensioni con un peso rilevante solo nell'ambito della classe dimensionale oltre i 500 addetti. Le S.r.l. sono invece diffuse un po' in tutte le classi dimensionali. Per converso, i dati relativi alle società per azioni francesi mostrano una forte diffusione di tale tipo sociale in tutte le classi dimensionali: la rile-

vanza che assume perfino nelle classi sotto i 50 addetti testimonia come la SA risulti in concorrenza con la società a responsabilità limitata sul terreno che dovrebbe essere più congeniale a quest'ultima, quello della piccola e media impresa.

Come si colloca la situazione italiana rispetto ai due casi paradigmatici descritti sopra? Secondo un'opinione diffusa in dottrina, il modello di società per azioni italiano sembra avvicinarsi più al caso francese che a quello tedesco (Spolidoro, 1992).

Tale circostanza sembra confermata dal fatto che in Italia, concordemente con quanto avviene in Francia, le S.p.A. sono diffuse anche nelle classi dimensionali inferiori. Il fenomeno appare, tuttavia, meno pronunciato rispetto al dato francese, rafforzando l'impressione che l'Italia si collochi in una posizione intermedia tra i due estremi.

In conclusione, la distribuzione delle imprese per forma giuridica e classe dimensionale non sembra presentare per l'Italia forti peculiarità rispetto alla Germania e alla Francia. Le imprese italiane tendono a usare più frequentemente la forma della società di capitali per le imprese medio-grandi rispetto agli altri due paesi e meno frequentemente per le imprese di piccola dimensione (fino a 50 addetti). Quest'ultimo fattore concorre a ridurre il peso complessivo delle società di capitali rispetto agli altri due paesi, sebbene la causa di tale fenomeno vada cercata anche nella struttura dimensionale del sistema delle imprese. Quanto alle imprese individuali, i dati sembrano indicare che la loro rilevanza nel caso italiano sia in buona parte imputabile al

prevalere di imprese di ridotte dimensioni<sup>8</sup>.

Acquisito questo risultato, è utile verificare se l'evoluzione storica della struttura delle imprese italiane per forma giuridica sia dipesa dalle modifiche intervenute nella struttura dimensionale ovvero se siano stati presenti fattori autonomi e in quale direzione questi abbiano operato.

## 2.4 L'evoluzione storica

### 2.4.1 L'evoluzione della struttura delle imprese per forma giuridica e per dimensione

Nell'ultimo trentennio le società di capitali sono cresciute in misura significativa (tavv. 8a e 8b). In considerazione della stretta relazione tra dimensione e forma giuridica, tale crescita potrebbe essere derivata da un incremento della quota di imprese di dimensione medio-grande. Prima di passare a un commento più dettagliato dell'evoluzione della struttura per forma giuridica appare quindi utile prendere in esame l'evoluzione nel tempo della distribuzione delle imprese per classi dimensionali.

Per l'analisi si fa riferimento ai dati censuari. I

---

8. Per valutare l'importanza del fattore dimensionale, si è ipotizzato che l'Italia presenti la stessa distribuzione del numero di imprese per classi di addetti, rispettivamente, della Germania e della Francia, mantenendo tuttavia le effettive propensioni all'uso delle varie forme giuridiche per data classe dimensionale. Si è quindi calcolata la distribuzione "teorica" delle imprese per forma giuridica che risulterebbe da tali ipotesi. Nel caso di eguaglianza con la struttura dimensionale della Germania, l'Italia risulterebbe avere il 77,4 e il 7,1 per cento di imprese individuali e di società di capitali rispettivamente (le quote effettive risultanti dalla tav. 3 sono pari all'81,3 e al 4,7 per cento). Nell'ipotesi di eguaglianza con la struttura dimensionale francese, tali quote sono pari all'80,6 e al 5,4 per cento.

risultati richiedono una certa cautela in quanto tali informazioni presentano problemi di comparabilità intertemporale, dovuti a variazioni nel campo di rilevazione, alla ridefinizione di voci e a riclassificazioni settoriali (si veda l'Appendice A). Dato il livello di aggregazione utilizzato, le tendenze che emergono non dovrebbero tuttavia risentire in misura rilevante di queste carenze qualitative dei dati elementari.

Dalle informazioni riportate nella tav. 9 si osserva che nel periodo 1961-1981 non è aumentata la rilevanza economica delle imprese medio-grandi, che, anzi, scende, in termini di addetti, dal 5,8 nel 1961 al 4,2 per cento nel 1981 per le imprese della classe 500-999 addetti, e dal 19,6 al 14,4 per cento per la classe 1000 addetti e oltre.

L'aumento delle società di capitali non sembra quindi dipendere da un'accresciuta incidenza delle imprese di maggiore dimensione. Esso potrebbe bensì derivare da variazioni intervenute nella normativa fiscale e/o dalla crescente importanza assunta dai vincoli finanziari per la crescita delle imprese. Inoltre, assumendo che il decentramento produttivo abbia prevalentemente interessato le società di capitali provocando peraltro una riduzione della loro dimensione media, ciò contribuirebbe a spiegare l'aumento della loro quota (almeno in termini di numero di imprese).

La verifica di queste due linee interpretative richiederebbe ulteriori approfondimenti che tuttavia non vengono effettuati nel presente lavoro. Nel seguito ci si limita pertanto a descrivere le principali variazioni intervenute nella struttura per forma giuridica negli ultimi 40 anni.

#### Periodo 1951-1961

Sono gli anni del cosiddetto miracolo economico. L'economia italiana conosce una crescita impetuosa sotto la

spinta di alcuni settori chiave quali l'auto, la siderurgia e l'edilizia. È un periodo in cui si ricerca lo sfruttamento delle economie di scala e al contempo si creano spazi per lo sviluppo di operatori marginali di dimensione unitaria o comunque assai piccoli.

La struttura per forma giuridica delle imprese risente di tali andamenti. Sia la quota delle imprese individuali sul totale delle imprese sia la quota degli addetti delle imprese individuali sul totale degli addetti risultano in crescita nel decennio rispetto al livello già particolarmente elevato fatto registrare nel 1951. Per converso, sembra decrescere il peso delle società di capitali sia in termini di numerosità che in termini di addetti (tavv. 8a e 8b). Una tale dinamica sembra riproporsi dall'analisi dei dati a livello settoriale: l'aumento del peso delle ditte individuali si verifica sia per l'industria che per i servizi (tavv. 10 e 11).

Nel periodo si osserva un aumento delle dimensioni medie di impresa che riguarda pressoché tutti i settori di attività economica e le categorie giuridiche (tavv. 12 e 13).

#### Periodo 1961-1971

Sono anni di crescita ancora elevata ma caratterizzati dalle prime battute di arresto all'inizio degli anni sessanta e nei primi anni settanta. A seguito delle accresciute rivendicazioni salariali, ha luogo un decentramento difensivo delle grandi imprese.

Il fenomeno del decentramento è riflesso da una riduzione della dimensione media di tutte le forme giuridiche; a livello di settore, esso si concentra prevalentemente presso le società, sia di persone che di capitali, operanti nell'industria (tavv. 12 e 13).

A questa tendenza si accompagna una perdita d'importanza delle imprese individuali in termini sia di numerosità che di addetti. Per contro, rilevanza crescente acquistano le imprese organizzate in forma societaria: nel 1971, il peso in termini di addetti delle società di persone più quelle di capitali arriva a eguagliare quello delle imprese individuali, mentre risultava sostanzialmente inferiore nelle precedenti rilevazioni censuarie. Anche in questo caso tali andamenti vengono sostanzialmente confermati dall'analisi settoriale. Particolarmente rilevante appare la crescita degli addetti nelle S.p.A. e nelle società di persone nell'industria (tavv. 8a, 8b, 10 e 11).

L'aumento del numero e del peso delle società di persone potrebbe riflettere il consolidamento e il passaggio a forme di gestione amministrativa più complesse da parte delle imprese individuali cresciute durante il boom del decennio 1951-1961: ciò è confermato dalla caduta particolarmente accentuata della dimensione media di queste ultime. L'espandersi dell'area delle imprese con responsabilità limitata potrebbe invece trovare spiegazione nella crescente importanza dei vincoli finanziari alla crescita delle imprese. Di fronte a un'accresciuta incertezza del quadro macroeconomico e a un ridotto autofinanziamento, le imprese potrebbero aver attribuito una maggiore rilevanza ai benefici della responsabilità limitata che consente, come anticipato nel paragrafo 2.1, di traslare una parte del rischio su soggetti contrattualmente deboli e di raccogliere più agevolmente risorse finanziarie sotto la forma di capitale di rischio.

#### Periodo 1971-1981

In questo periodo l'economia italiana va incontro ad alcune delle crisi più gravi dal dopoguerra. I due shock petroliferi colgono impreparata la grande impresa, interessata da una crisi di redditività e da un forte grado di indebitamento. La novità del decennio è costituita dallo sviluppo

delle piccole e medie imprese che danno luogo a un autonomo processo di sviluppo variamente denominato (distretti industriali, modello di specializzazione flessibile) e dalla riduzione del peso delle microaziende<sup>9</sup>.

L'evoluzione della struttura giuridica delle imprese mostra una ulteriore riduzione del peso delle imprese individuali e l'aumento di quelle organizzate in forma societaria. Sono soprattutto le società a responsabilità limitata e le società di persone a mostrare la maggiore crescita in termini di addetti<sup>10</sup>. Queste tendenze vengono sostanzialmente confermate dall'analisi per settori (tavv. 8a, 8b, 10 e 11). I dati sembrano indicare l'adozione da parte delle microaziende di forme amministrative più complesse: ciò spiegherebbe in particolare la fortissima caduta della dimensione media delle società di persone. Contemporaneamente, le piccole imprese investite dal forte processo di sviluppo avrebbero preferito in misura crescente la forma della società di capitali nella sua accezione di S.r.l. che offre i vantaggi più volte richiamati.

Tutte le categorie giuridiche mostrano una contrazione della dimensione media che risulta particolarmente accentuata per le società di capitali e di persone (tavv. 12 e 13).

---

9. Del fenomeno si ha traccia nell'analisi condotta da Barca (1985) sulle unità locali.

10. Le S.r.l., e probabilmente anche le società di persone, hanno inoltre risentito della revisione dei limiti minimi di capitale, portati nel 1977 a 20 e 200 milioni per S.r.l. e S.p.A. In tale normativa si dava un periodo di tre anni alle società per adeguarsi ai nuovi minimi: è possibile che società precedentemente per azioni abbiano scelto, in tale circostanza, la forma della S.r.l. per soddisfare i nuovi limiti di capitale.

#### 2.4.2 1985-1990: i dati Cerved

La dinamica delle diverse forme giuridiche d'impresa nel periodo più recente può essere analizzata utilizzando le informazioni fornite dalla Cerved. Tra le due fonti, quella censuaria e la Cerved, esistono notevoli differenze metodologiche che riguardano sia la definizione delle categorie giuridiche sia le unità di rilevazione (si veda l'Appendice A). Pur con le dovute cautele, tuttavia, questi dati sembrano confermare alcune delle tendenze già emerse dalle rilevazioni censuarie.

Nel corso degli anni ottanta si è avuta una crescita sostenuta dell'economia italiana a cui si è accompagnato un forte recupero della grande impresa, realizzato attraverso un ingente processo di ristrutturazione reale e finanziaria. Anche a seguito di tale processo si sono diffuse nuove forme organizzative che hanno privilegiato il gruppo industriale rispetto al modello basato sull'impresa multidivisionale. Ciò ha anche comportato l'affermarsi di processi di crescita "esterni" all'impresa basati sull'acquisizione di quote di controllo in altre società<sup>11</sup>.

Le piccole e medie imprese, pur continuando a crescere a tassi elevati, hanno iniziato a palesare alcuni limiti propri dei modelli organizzativi degli anni settanta.

La struttura per forma giuridica delle imprese italiane ha in parte riflesso tali andamenti. È continuata la progressiva perdita di peso delle imprese individuali. Secondo i dati Cerved, il loro numero è andato diminuendo nel corso del periodo 1985-1990; conseguentemente la quota sul

---

11. Su questo aspetto si veda Bianchi, Gualtieri, Pancaldi, Sassatelli (1988).

totale si è ridotta di quasi sei punti percentuali. Sempre secondo i dati Cerved, sono le società di capitali e quelle di persone a mostrare tassi di crescita positivi e abbastanza elevati (tavv. 14 e 15). I due fenomeni possono avere cause diverse. Per le società di persone potrebbero riflettere, come già detto in precedenza, la crescita dal basso delle imprese individuali. In un mercato della riallocazione proprietaria divenuto più vivace, l'incremento delle società di capitali potrebbe spiegarsi, invece, alla luce dei vantaggi offerti in termini di gestione e trasferibilità dei diritti residuali di controllo. In altri termini, la maggiore intensità delle operazioni di ristrutturazione proprietaria nel periodo avrebbe spinto le imprese ad attribuire un aumentato valore economico a una efficiente gestione e trasferibilità dei diritti di controllo tipica delle società di capitali (si vedano le considerazioni svolte a tale proposito nel par. 2.1).

### 3. Le società di capitali: quotate e quotabili

Il secondo aspetto che, insieme con la forma giuridica, influenza la struttura di controllo delle imprese e le forme della sua riallocazione, è rappresentato, per le imprese organizzate come società di capitali, dal fatto che esse siano o meno quotate in mercati formali.

Come noto, tra i fattori che influenzano il ricorso al mercato della borsa viene generalmente citato quello dimensionale. Si è già detto che la dimensione influenza la scelta della forma giuridica della società, favorendo, al suo crescere, la forma della società di capitali; se si considera la quotazione in borsa come la "forma estrema" della società di capitali, in quanto consente, a parità di altre condizioni, la maggiore diffusione della proprietà, si possono ragionevolmente estendere a essa le argomentazioni valide per il

nesso tra dimensione e forma giuridica. Il legame tra dimensione e quotazione in borsa è inoltre imposto dal quadro normativo, che stabilisce un limite minimo al patrimonio netto per l'ammissione al mercato borsistico<sup>12</sup>: questo aspetto verrà preso in considerazione più avanti.

Un secondo fattore, già ricordato, che agisce quale incentivo a una raccolta di capitale diffusa, è costituito dalla rischiosità dell'attività svolta, come accade nei settori ad alta tecnologia, dove più intensa è l'attività innovativa (Demsetz, 1983). Infine, un ulteriore fattore può essere costituito dalla presenza di gruppi industriali: la forma di gruppo, infatti, avendo la peculiarità di consentire al tempo stesso l'accentramento del controllo e l'esistenza di una struttura della proprietà diffusa, rimuove uno dei principali disincentivi alla quotazione, quello del timore dell'espropriazione del controllo da parte del mercato (Buzzacchi e Colombo, 1992).

È noto che il mercato regolato delle imprese è in Italia scarsamente sviluppato rispetto alle altre economie industriali (tav. 16). Allo scopo di approfondire in che misura ciò derivi in Italia dal minore peso delle società di capitali e quindi dalla struttura dimensionale o da altri fattori, si è proceduto a stimare il patrimonio netto complessivo delle società di capitali e il peso in esso rappresentato dal patrimonio delle società quotate (la descrizione della metodologia adottata e dei suoi principali limiti è riportata nell'Appendice B)<sup>13</sup>. Infatti, posto che le società

---

12. Cfr. Consob (1991).

13. Le stime sono state effettuate ai fini della compilazione dei Conti finanziari della Banca d'Italia per quanto concerne la voce "azioni e partecipazioni". Esse sono servite come base per la costruzione delle tavole di confronto della ripartizione delle azioni e partecipazioni per settore detentore tra l'Italia e i principali paesi europei.

di capitali sono maggiormente diffuse tra le imprese medio-grandi, un peso elevato per le società quotate segnalerebbe l'esistenza di un preciso nesso tra la modesta ampiezza del mercato borsistico italiano e le ridotte dimensioni medie delle nostre imprese; viceversa, nel caso in cui il peso delle società quotate risulti modesto, ulteriori ragioni dovrebbero essere chiamate in causa per spiegare lo scarso sviluppo della borsa. I risultati delle stime vengono presentati nella tav. 17<sup>14</sup>.

---

(Continuazione nota 13 dalla pagina precedente)

14. La settorizzazione delle attività economiche adottata per le stime, essendo stata imposta dai vincoli derivanti dalla natura delle informazioni disponibili, non corrisponde a quella utilizzata nella contabilità nazionale. In particolare, due ordini di difficoltà hanno impedito la riproduzione della classificazione Istat: a) l'impossibilità di enucleare le società aventi le forme giuridiche in esame per alcuni comparti del settore finanziario; b) le difficoltà nell'individuazione dell'attività economica prevalente per le finanziarie di partecipazione (holding). Si è pertanto adottata la seguente classificazione: "Istituzioni creditizie", comprendenti le aziende di credito e gli istituti di credito speciale; "Altre imprese finanziarie", dalle quali restano escluse le società di gestione dei fondi comuni di investimento e le holding finanziarie; "Holding", comprendente le finanziarie di partecipazione qualunque sia la loro attività prevalente; "Imprese non finanziarie", a esclusione delle holding.

I dati relativi al patrimonio netto delle istituzioni creditizie includono il patrimonio netto complessivo degli istituti di credito speciale (109 istituti) e quello delle aziende di credito che rientrano nel campione mensile della Banca d'Italia (277 aziende, più 5 istituti di categoria, su un totale di 1043 aziende in esercizio al 31 dicembre 1991, le quali raccolgono il 93 per cento circa del totale dei depositi). Alcune aziende e istituti non hanno, alla data del presente lavoro, la forma giuridica di società di capitali (il Monte dei Paschi di Siena, che ha la qualifica di istituto di diritto pubblico; altre 86 aziende, tra le banche popolari e le casse rurali, con la qualifica di cooperative a responsabilità limitata e, tra gli istituti di credito speciale, 76 istituti con la qualifica di enti di diritto pubblico).

Nel 1991 il patrimonio netto complessivo delle società di capitali ammonta a circa 822.000 miliardi di lire. Il patrimonio delle imprese non finanziarie rappresenta il 68 per cento del totale; quello delle holding e delle imprese finanziarie ammonta a circa il 13 e al 2 per cento, rispettivamente; il peso delle istituzioni creditizie è pari a circa il 17 per cento. Il patrimonio netto delle imprese non finanziarie risulta concentrato nei rami 3 e 4 (prodotti in metallo, macchine e mezzi di trasporto; prodotti alimentari, tessili, carta, gomma e plastica e altri prodotti industriali), con il 13,5 e l'11,4 per cento del totale, rispettivamente, e nel ramo 6 (servizi del commercio, alberghi e pubblici esercizi) con il 9,8 per cento.

Nell'ambito delle società di capitali, il patrimonio netto complessivo delle società quotate in borsa ammonta nel 1991 a circa 136.000 miliardi e rappresenta solo il 16,6 per cento del totale (tav. 18). Il loro peso nei settori non è omogeneo: l'incidenza maggiore si riscontra per le holding (49 per cento); seguono, nell'ordine, le altre imprese finanziarie (30 per cento), le istituzioni di credito (21 per cento) e le imprese non finanziarie (9 per cento). Tra le imprese non finanziarie le società quotate risultano maggiormente rappresentate nel ramo 7 (servizi dei trasporti e delle comunicazioni), con un peso in termini di patrimonio netto pari al 35,3 per cento; la presenza delle quotate è invece minima nell'agricoltura, nell'edilizia, nei servizi del commercio, alberghi e pubblici esercizi; esse risultano del tutto assenti nel comparto dei servizi destinabili alla vendita diversi da quelli finanziari, dominato dalla pubblica amministrazione.

Le valutazioni sin qui fornite sull'incidenza delle società quotate sembrano indicare che lo scarso ricorso al mercato formale delle imprese non derivi unicamente dalla particolare struttura dimensionale e, dunque, per forma giu-

ridica, dell'economia italiana.

A conferma di ciò è tuttavia necessario tenere esplicitamente conto del principale requisito per l'ammissione alla quotazione in borsa, costituito dall'ammontare del patrimonio netto della società, che deve risultare non inferiore a 10 miliardi di lire<sup>15</sup>. Una corretta stima del peso delle società quotate dovrebbe tener conto della diversa incidenza in ciascun settore delle imprese che soddisfano tale requisito dimensionale.

Non avendo a disposizione, per l'universo delle società, dati relativi al patrimonio netto suddivisi per forma

---

15. Cfr. Consob (1991). Un'ulteriore condizione per l'ammissione, di cui non si è tenuto conto ai fini dell'individuazione delle società "quotabili", riguarda la redditività dell'impresa: per gli ultimi tre esercizi sono richiesti bilanci in utile e un risultato positivo della gestione ordinaria, al netto delle componenti straordinarie di reddito; tali requisiti debbono essere accertati anche con riferimento alla situazione economica consolidata del gruppo facente capo all'emittente. Da un'analisi effettuata da Varetto e Massari (1992) sulle imprese del campione della Centrale dei Bilanci, tale condizione sembrerebbe essere piuttosto stringente.

Esistono poi requisiti per l'ammissione alla quotazione dei titoli; in particolare, per i titoli azionari è richiesta, tra le altre condizioni, la loro "sufficiente diffusione", che si presume realizzata quando i titoli siano ripartiti tra il pubblico per almeno il 25 per cento del capitale rappresentato dalla categoria di appartenenza e il numero degli azionisti sia non inferiore a 500, al netto delle eventuali partecipazioni di controllo o vincolate da patti di sindacato (in caso contrario si tiene conto solo delle partecipazioni inferiori al 2 per cento) e al lordo di quelle possedute da fondi comuni d'investimento. La Commissione ha tuttavia la facoltà di ritenere soddisfatto il requisito della sufficiente diffusione anche con percentuali inferiori a quelle indicate. Tale discrezionalità è stata effettivamente esercitata dalla Consob, in misura del 30,7 per cento dei casi di ammissione di azioni ordinarie alla borsa valori di Milano nel periodo gennaio 1983-settembre 1990 (cfr. Berlanda, 1991).

giuridica e settore/ramo di attività, e potendo disporre unicamente, nella forma suddetta, dell'informazione relativa al capitale sociale nominale, si è dovuto necessariamente assumere quest'ultima come variabile dimensionale. Tenuto conto del rapporto tra patrimonio netto e capitale sociale si è scelta una soglia di 5 miliardi di capitale sociale. Le classi dimensionali sono state pertanto costruite in modo da discriminare, con la classe più ampia, le società che soddisfano il criterio per l'ammissione in borsa<sup>16</sup>.

Si sono quindi costruite le tavv. 19a, 19b e 19c, che riportano il peso delle società quotate per settore e ramo di attività sul totale delle società con capitale sociale nominale superiore a 5 miliardi; i pesi sono espressi in termini di tre differenti variabili: il medesimo capitale sociale nominale, il patrimonio netto e l'ammontare delle partecipazioni all'attivo.

Complessivamente, il patrimonio netto delle società che soddisfano il requisito dimensionale per l'ammissione alla quotazione in borsa è pari nel 1991 a circa 414.000 miliardi di lire e rappresenta il 59 per cento del patrimonio totale delle società di capitali, a esclusione delle istituzioni di credito, delle assicurazioni e delle società di gestione dei fondi comuni d'investimento; per il settore delle imprese finanziarie e per le holding la percentuale sale all'83 e al 94 per cento, rispettivamente. Solo il 27 per cento del patrimonio delle società "quotabili" è effettivamente quotato in borsa; la percentuale delle quotate è massima per le holding (52 per cento) e minima per le imprese

---

16. Si è poi effettuata una verifica del potere discriminante della soglia prescelta calcolando, per le imprese non finanziarie, il peso delle società quotate per ciascun ramo e classe dimensionale: conformemente alle attese, esso risulta pari a zero nelle prime quattro classi; nella penultima si registrano valori positivi, ma comunque molto bassi, solo per il ramo 1.

non finanziarie (16 per cento).

Questi risultati richiedono, ovviamente, una certa cautela. In primo luogo le informazioni statistiche di base sono soggette a numerosi limiti (si vedano al riguardo le Appendici A e B). Secondariamente il rapporto tra il patrimonio netto delle quotate e quello delle "quotabili" è sotto-stimato a causa della presenza di gruppi, notoriamente molto diffusi nell'economia italiana, per cui la somma dei patrimoni netti delle singole imprese supera il patrimonio netto consolidato.

Nonostante tali limiti, il valore del rapporto è modesto e induce a ritenere che il limitato sviluppo del mercato dei capitali in Italia non sia esclusivamente riconducibile al ridotto peso delle società di capitali sul totale dell'economia e alla loro modesta dimensione (in termini di addetti) rispetto agli altri paesi considerati. Contribuirebbe a spiegare tale fenomeno anche la scarsa propensione delle imprese italiane a rivolgersi al mercato della borsa. L'approfondimento delle cause che determinano questo comportamento non è tuttavia oggetto del presente lavoro<sup>17</sup>.

---

17. Su tale argomento esiste un'ampia letteratura. Ad esempio, nel rapporto McKinsey (1992) vengono citate, quali cause dello scarso sviluppo del mercato borsistico in Italia: a) l'onerosità della tassazione delle plusvalenze da collocamento, soggette in Italia all'aliquota ordinaria, a differenza di altri paesi, nei quali sono previste aliquote ridotte o schemi di dilazione del pagamento; b) la maggiore lunghezza, rispetto ad altri paesi, dell'iter burocratico per l'ammissione alla quotazione; c) l'elevatezza, rispetto alle principali piazze estere, delle tariffe per il mantenimento di una società quotata nella borsa italiana. Il giudizio è invece generalmente positivo per quanto concerne l'organizzazione del mercato, in via di adeguamento agli standard internazionali con le riforme intraprese negli ultimi due anni, volte ad accrescere l'efficienza del sistema degli scambi, la trasparenza, la concorrenzialità, il controllo degli intermediari e la tutela degli investitori. Un ulteriore fattore disincentivante per l'offerta viene generalmente indicato

#### 4. Struttura della proprietà: alcune indicazioni

##### 4.1 Imprese, famiglie e investitori istituzionali

La stima del patrimonio netto effettuata nei precedenti paragrafi consente di ricostruire la ripartizione delle azioni per settore detentore (tav. 20).

Nel confronto internazionale<sup>18</sup> le imprese italiane<sup>19</sup>

---

(Continuazione nota 17 dalla pagina precedente)

nella debolezza della domanda, attribuibile sia alla scarsa presenza, nel nostro paese, di investitori istituzionali, garanzia di spessore e di continuità del mercato, sia alla forte concorrenza del mercato dei titoli di stato. Infine, vengono chiamate in causa, tra le motivazioni che determinerebbero una certa reticenza alla quotazione, l'onerosità dei requisiti informativi richiesti dagli organi di controllo e, in generale, i risvolti, anche fiscali, della maggiore trasparenza a cui sarebbe sottoposta la gestione del bilancio della società, nonché l'avversione da parte degli imprenditori al rischio della perdita del controllo che la presenza in un mercato regolato potrebbe comportare. Esistono infine altri fattori in grado di spiegare il peso settoriale delle quotate. Nei settori in cui l'attività di impresa si svolge in un contesto di più elevato rischio vi può essere una maggiore propensione alla diffusione della proprietà e quindi alla quotazione in borsa. Anche la presenza di gruppi può contribuire a spiegare la distribuzione settoriale delle quotate.

18. I dati relativi ai paesi oggetto del confronto sono tratti dalle statistiche finanziarie dell'OCSE e del CSO (per l'Inghilterra); per l'Italia si tratta di nostre elaborazioni dai Conti finanziari pubblicati dalla Banca d'Italia. I risultati del confronto richiedono cautela, a causa delle differenti metodologie utilizzate dai vari paesi per la predisposizione dei conti finanziari. La maggiore comparabilità si riscontra per i dati italiani e francesi, entrambi riferiti all'universo delle società di capitali. Anche in questo caso tuttavia il confronto è limitato dall'applicazione di criteri di valutazione differenti. In particolare, la valutazione è basata sul metodo del patrimonio netto, nel caso italiano, e sulla

risultano possedere una quota di azioni e partecipazioni (24 per cento) inferiore rispetto a quella della Francia (49,1 per cento) e della Germania (39,5 per cento), e superiore a quella del Regno Unito (7,5 per cento)<sup>20</sup>. Questo fenomeno non sembra attribuibile a una modesta propensione delle imprese italiane all'investimento azionario<sup>21</sup>; piuttosto, esso potrebbe derivare dal fatto che in Italia il peso delle società di capitali sul totale delle imprese è inferiore rispetto agli altri paesi.

Va peraltro segnalato che nel quinquennio 1986-1990 il tasso di crescita delle società di capitali che risulta dai dati Cerved è superiore a quello delle società di persone (18,6 per cento contro 12,9 per cento), mentre le imprese

---

(Continuazione nota 18 dalla pagina precedente)

capitalizzazione di borsa - con opportuni correttivi per le società non quotate - nel caso francese. Nel caso italiano, inoltre, le azioni e partecipazioni detenute dalle imprese sono espresse ai valori di bilancio.

19. Nel 1990 i Conti finanziari sono stati oggetto di una revisione che, soprattutto nel caso delle azioni e partecipazioni, ha comportato differenze rilevanti rispetto alle stime prodotte con la precedente metodologia. Per un esame dei principali fattori che concorrono a determinare tali differenze si veda l'Appendice C.
20. Il maggiore possesso di azioni da parte delle imprese dell'Europa continentale rispetto al Regno Unito riflette sia la più diffusa presenza di gruppi industriali nel primo insieme di paesi, sia le convenzioni contabili seguite nella compilazione delle statistiche. Nel Regno Unito, a differenza degli altri paesi considerati, l'ammontare delle azioni è infatti depurato dalle relazioni intragruppo.
21. Il rapporto tra le azioni e partecipazioni all'attivo di bilancio delle imprese italiane e il totale dell'attivo è pari al 7,8 per cento. Tale percentuale è simile a quanto riscontrato negli Stati Uniti (8,1 per cento) e superiore a quanto riscontrato per la Germania (2,2 per cento) (fonte: OECD, Non-financial Enterprises Financial Statements, Paris, 1990).

individuali risultano in calo (-6,2 per cento nello stesso periodo). La propensione all'investimento azionario (delle holding e delle imprese non finanziarie), misurata dal rapporto tra partecipazioni all'attivo di bilancio e patrimonio netto aumenta da 32,0 per cento nel 1986 a 39,7 per cento nel 1990. Ciò lascia ipotizzare una tendenza all'aumento della quota di azioni detenuta dalle imprese.

Fino a tempi recenti si è ritenuto che la quota di azioni e partecipazioni posseduta in Italia dalle famiglie fosse bassa nel confronto internazionale. Tale opinione trova fondamento nei dati di svariate fonti. In primo luogo, la capitalizzazione di borsa (in rapporto al PIL) è nettamente inferiore rispetto ad altri paesi occidentali; secondariamente, i Conti finanziari elaborati dalla Banca d'Italia fino al 1988 evidenziavano che la quota di azioni detenuta dalle famiglie era modesta sia rispetto al totale delle azioni dell'economia sia rispetto al totale delle attività finanziarie detenute dalle famiglie stesse. La revisione della metodologia dei Conti finanziari ha condotto a stime sensibilmente diverse.

In particolare emerge che in Italia il ruolo delle famiglie è notevolmente superiore rispetto agli altri paesi. Esse risultano possedere il 50,8 per cento delle azioni e partecipazioni, contro il 27 della Francia, il 13,3 del Regno Unito e il 16,9 della Germania. Il forte peso del possesso diretto delle famiglie che si osserva nonostante la presenza in Italia dei gruppi, potrebbe avere due origini: lo scarso peso degli investitori istituzionali; la forte presenza del controllo familiare diretto nella fascia delle piccole e medie società di capitali, congiunto al notevole peso quantitativo di tale fascia. Quanto al primo aspetto, si ricorda che gli investitori istituzionali detengono in Italia il 3,9 per cento delle azioni, contro il 13,2 per cento della Germania e il 36,3 per cento del Regno Unito. Sulla base dei dati

discussi in precedenza (tav. 1) il 46 per cento dell'attività (misurata in termini di addetti) delle società di capitali (S.p.A. e S.r.l.) era concentrata, nel 1981, in imprese piccole e medie (fino a 200 addetti). I risultati stimati per l'aggregato potrebbero dunque in larga misura derivare dalla prevalenza, proprio in questa fascia, di una struttura proprietaria nella quale le persone fisiche - famiglie - sono direttamente proprietarie delle imprese senza passare attraverso il velo di altre società. In questa interpretazione l'elevata quota di azioni e partecipazioni posseduta dalle famiglie indicherebbe una notevole diffusione della proprietà diretta tra famiglie imprenditrici piuttosto che tra famiglie operanti come investitori finanziari. Alcune conferme in tal senso possono venire da altre fonti, esaminate nel prossimo paragrafo.

#### 4.2 La concentrazione del possesso azionario familiare

I dati dei Conti finanziari non forniscono indicazioni sulla diffusione delle azioni tra le famiglie. Il patrimonio azionario potrebbe essere detenuto da un ristretto numero di famiglie, oppure essere largamente frazionato. Inoltre, ciascuna famiglia potrebbe detenere, a parità di composizione del portafoglio, (molte) azioni di una sola società, oppure (poche) azioni di numerose società. Le implicazioni per il mercato della riallocazione proprietaria sarebbero ovviamente diverse. Nel primo caso la detenzione di azioni potrebbe essere finalizzata all'esercizio del controllo; nel secondo si tratterebbe invece, presumibilmente, di un investimento di portafoglio finalizzato alla diversificazione del rischio. Il trasferimento della proprietà troverebbe quindi meno ostacoli nel secondo caso.

Per l'analisi di questi aspetti si è fatto ricorso a dati di fonte campionaria (indagini sui bilanci delle fami-

glie). Secondo l'indagine condotta dalla Banca Nazionale del Lavoro sulla propria clientela, le famiglie in possesso di azioni<sup>22</sup> risultano pari al 6,9 per cento nel 1987. Tale indagine, essendo riferita a famiglie che intrattengono rapporti con il sistema bancario, tende a sovrastimare la diffusione delle azioni tra le famiglie. La ricerca condotta dalla BNL e dalla Banca d'Italia, basata sull'integrazione dei risultati delle indagini campionarie condotte dai due istituti, evidenzia infatti che la percentuale di famiglie in possesso di azioni è inferiore rispetto a quanto risulta dall'indagine della BNL, e pari al 4,1 per cento nel 1987. Nel confronto internazionale la percentuale di famiglie italiane in possesso di azioni è notevolmente inferiore rispetto a quanto si riscontra negli Stati Uniti, in Canada, in Germania e in Francia (rispettivamente, 19, 13,4, 11,6 e 14 per cento<sup>23</sup>). Il patrimonio azionario sembra essere concentrato nelle mani di un numero ristretto di famiglie.

L'indagine della Banca d'Italia riferita al 1989 conduce a risultati simili a quelli del 1987. La quota di famiglie in possesso di azioni è infatti pari al 4,5 per cento. Se i dati dell'indagine vengono corretti, come descritto in Cannari e D'Alessio (1993), per tenere conto della reticenza delle famiglie a dichiarare le attività finanziarie possedute,

---

22. Nelle indagini sui bilanci delle famiglie si dispone di informazioni sulle sole azioni.

23. I dati provengono dalle seguenti fonti: per il Canada, "Statistics Canada" (1986): The Distribution of Wealth in Canada, 1984; per gli Stati Uniti, "Federal Reserve Bulletin" (1984): Survey of Consumer Finances, 1983; per la Germania, "Wirtschaft und Statistik" (n. 6, 1991): Wertpapiervermögen privater Haushalte am Jahresende, 1988; per la Francia, Banque de France, "Bulletin trimestriel" (1991): La diffusion des valeurs mobilières auprès des particuliers en France, 1991; per l'Italia, "Supplementi al bollettino statistico" (n. 5, 1989 e n. 26, 1991): I bilanci delle famiglie italiane nel 1987 e 1989.

si perviene a una stima pari al 7 per cento circa nel 1989 e a circa il 6 per cento nel 1991. Rispetto alla precedente indagine vengono peraltro introdotti alcuni nuovi quesiti, che riguardano le azioni non quotate e il numero di società delle quali le famiglie possiedono azioni. Pur con i limiti che derivano dalla ridotta dimensione del campione (poco più di 300 famiglie dichiarano di possedere azioni nel campione del 1989), nonché dalla reticenza delle famiglie a dichiarare le loro attività finanziarie, emerge che le azioni detenute sono prevalentemente di società quotate (azioni non quotate sono possedute dal 22,1 per cento delle famiglie che hanno azioni nel loro portafoglio). Posto pari a 100 il valore complessivo delle azioni detenute, l'ammontare di quelle non quotate è pari, in media, al 17,3 per cento. Tale percentuale aumenta al crescere della quota di azioni sul totale della ricchezza finanziaria delle famiglie. Le famiglie che detengono un elevato ammontare di azioni nel loro portafoglio potrebbero quindi essere quelle che detengono il controllo delle società.

I possessori di azioni detengono in media titoli emessi da poco più di due differenti società (in particolare di 2,3 società). Tale stima non mostra apprezzabili variazioni al variare della quota di azioni nel portafoglio delle famiglie. La diversificazione del rischio appare quindi molto limitata. È probabile che il costo per gestire di persona il portafoglio azionario sia elevato; pertanto le famiglie che non detengono il controllo potrebbero: a) ricorrere a investitori istituzionali; b) acquistare solo particolari tipi di azioni (ad esempio, i titoli guida meno rischiosi).

Se le famiglie detengono quote di capitale sociale di un ristretto numero di società, ciò non implica che le società stesse siano possedute da un modesto numero di famiglie. Per approfondire quest'ultimo aspetto si è fatto ricorso ai dati della Centrale dei Bilanci, relativi alle quote di

azioni ordinarie detenute dai tre principali azionisti (sia persone fisiche che giuridiche) delle società che fanno parte del campione per la rilevazione economico-finanziaria del 1990. Anche in questo caso i risultati devono essere valutati con cautela, in quanto il campione della Centrale dei Bilanci è prevalentemente costituito da grandi imprese operanti principalmente nel manifatturiero e non è quindi rappresentativo del complesso delle imprese italiane. Inoltre, una elevata quota di società (circa il 35 per cento) non fornisce indicazioni sui principali azionisti. Dalle elaborazioni effettuate emerge che la quota di capitale sociale in media detenuta dai tre principali azionisti (persone fisiche e/o giuridiche) delle S.p.A. (quotate e non quotate) e delle S.r.l. è pari, nel campione della Centrale dei Bilanci per il 1990, al 71, 91 e 99 per cento, rispettivamente (tav. 21). Non si può ovviamente escludere che le quote di capitali residue siano in media frammentate tra numerose famiglie, ma la loro dimensione ridotta lascia ipotizzare che, in media, tali società siano possedute da un ristretto numero di soggetti.

IMPRESE PER FORMA GIURIDICA E CLASSI DI ADDETTI IN ITALIA: 1981  
(valori assoluti e quote percentuali)

Tav. 1

Forme giuridiche	Classi di addetti											TOTALE	
	1	2	3-4	5-9	10-19	20-49	50-99	100-199	200-499	500-999	1000-4999		5000 PIU'
	<u>Imprese</u>												
Imprese Individuali	1326704	544571	271982	123534	38797	8608	1040	217	48	9	2	0	2315512
Società per azioni	97,0	80,7	67,9	52,5	37,6	19,8	8,8	3,9	1,8	1,2	0,5	0	81,3
Società cooperative	3194	2007	2338	3664	5631	8900	5494	3682	2101	619	361	67	30058
Soc. in accomandita	2704	2789	3580	3546	3807	2276	46,6	66,5	76,8	80,9	83,4	82,7	1,3
Soc. resp. limitata	7116	7722	9479	9160	5944	3892	854	254	54	5,6	3,2	1,2	7
Soc. nome collettivo	13972	12343	17760	21499	17157	10635	2338	689	162	21	2	0	94568
Altre soc. di fatto A.A.	6492	28815	35984	37484	20739	6643	970	268	5,9	2,7	5	0	3,4
Totale società	6013	73575	56451	34652	10263	1956	224	40	1,5	4	0	0	137379
Totale società	39491	127251	125592	109995	63541	34302	10540	5168	2548	693	380	68	519569
Az. municipal.	2,9	18,9	31,4	46,7	61,6	79,1	89,3	93,3	93,2	90,6	87,8	84,0	18,2
Altra forma	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Totale generale	1368430	674945	400513	235508	103179	43387	11799	5538	2735	765	433	81	2847313
	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
	<u>Addetti</u>												
Imprese Individuali	1326704	1089142	905040	773944	496892	237996	68231	28808	12919	5959	2911	0	4948546
Società per azioni	97,0	80,7	67,3	51,6	36,8	18,6	8,4	3,8	1,6	1,1	0,3	0	38,1
Società cooperative	3194	4014	8033	25098	80265	286213	386289	511792	640537	429824	699876	882533	3957688
Soc. in accomandita	2704	5578	12198	23328	50015	67467	44952	39866	55507	30451	23253	7116	362435
Soc. resp. limitata	7116	15444	32507	59739	80337	114760	57573	34135	14694	3677	5606	0	425388
Soc. nome collettivo	13972	24686	61285	142314	232511	316875	158473	92171	44717	13419	2110	0	1102533
Altre soc. di fatto A.A.	6492	57630	123918	245495	271314	189463	63962	27518	11629	1603	2	0	999222
Totale società	39491	254502	429805	218366	129696	53635	14465	5052	1497	503	1814	0	770055
Az. municipal.	2,9	18,9	31,4	47,6	62,4	80,3	89,7	93,4	92,9	90,6	86,5	86,3	58,6
Altra forma	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Totale generale	1368430	1349890	1344792	1500805	1322015	1281163	808715	760990	827342	529390	847043	1030612	13001187
	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fonte: Mostre elaborazioni su dati censuari, anno 1981.

**PESO IN TERMINI DI ADDETTI DELLE SOCIETÀ DI CAPITALE  
E DELLE IMPRESE MEDIO-GRANDI PER RAMI DI ATTIVITÀ**  
(valori percentuali; 1981)

	Società di capitali (1)	Imprese medio-grandi (2)
Ramo 0	4,7	15,3
1	58,0	69,5
2	79,4	53,9
3	68,6	46,1
4	43,8	20,6
5	21,5	8,8
6	15,7	4,9
7	41,6	48,1
8	44,9	53,2
9	20,9	13,8
<b>Totale</b>	<b>38,9</b>	<b>24,9</b>

Fonte: Nostre elaborazioni su dati censuari, anno 1981.

(1) S.r.l. e S.p.A. - (2) Imprese con numero di addetti uguale o superiore a 200.

**STRUTTURA PER FORMA GIURIDICA NEI PRINCIPALI PAESI DELLA CEE**  
(migliaia di unità e, tra parentesi, quote percentuali)

Forme giuridiche	Italia		Francia		Germania		Regno Unito	
	1981		1981		1987		1985	
	I	A	I	A	I	A	I	A
Imprese individuali	2.316 (81,3)	4.949 (38,1)	1.889 (68,2)	-	1.622 (77,3)	6.071 (27,7)	603 (39,8)	-
Società di persone	182 (6,4)	1.425 (10,9)	116 (4,2)	-	190 (9,0)	2.360 (10,8)	383 (25,3)	-
Società di capitali	135 (4,7)	5.060 (38,9)	410 (14,8)	-	271 (12,9)	11.845 (54,0)	500 (33,0)	-
- S.p.A	38 (1,3)	3.958 (30,4)	127 (4,6)	-	3 (0,1)	3.178 (14,5)	-	-
- S.r.l	97 (3,4)	1.103 (8,5)	283 (10,2)	-	268 (12,8)	8.667 (39,5)	-	-
Altre forme giurid.	215 (7,6)	1.568 (12,1)	352 (12,8)	-	14 (0,7)	1.642 (7,5)	28 (1,9)	-
Totale	2.848 (100)	13.002 (100)	2.767 (100)	-	2.097 (100)	21.917 (100)	1.514 (100)	-

I = Imprese

A = Addetti

Fonte: Per l'Italia, nostre elaborazioni su dati censuari, anno 1985; per la Francia, nostre elaborazioni su dati INSEE tratti da: Annuaire statistique de la France, anno 1981; per la Germania, nostre elaborazioni su dati censuari, anno 1990; per il Regno Unito, CSO: Size Analysis of United Kingdom Business, anno 1985.

**STRUTTURA DIMENSIONALE DELLE IMPRESE NEI PRINCIPALI PAESI DELLA CEE**  
(decine di unità e, tra parentesi, quote percentuali)

Classi di addetti	Italia		Francia		Germania	
	1981		1981		1987	
	I	A	I	A	I	A
1 - 9	267.939 (94,1)	556.392 (42,8)	258.245 (93,3)	-	182.989 (87,2)	544.493 (24,8)
10 - 19	10.318 (3,6)	135.201 (10,4)	8.314 (3,0)	-	15.625 (7,4)	205.675 (9,4)
20 - 49	4.339 (1,5)	128.116 (9,8)	6.128 (2,2)	-	7.069 (3,4)	208.954 (9,5)
50 - 99	1.180 (0,4)	80.871 (6,2)	2.041 (0,7)	-	2.093 (1,0)	143.783 (6,6)
100 - 199	554 (0,2)	76.099 (5,8)	1.022 (0,4)	-	1.042 (0,5)	144.314 (6,6)
200 - 499	273 (0,1)	82.734 (6,4)	636 (0,2)	-	631 (0,3)	191.978 (8,8)
oltre 500	128 (0)	240.704 (18,5)	345 (0,1)	-	336 (0,2)	752.387 (34,3)
<b>Totale</b>	<b>284.731</b> (100,0)	<b>1.300.119</b> (100,0)	<b>276.732</b> (100,0)	<b>-</b>	<b>209.785</b> (100,0)	<b>2.191.584</b> (100,0)

I = Imprese

A = Addetti

Fonte: Per l'Italia, nostre elaborazioni su dati censuari, anno 1985; per la Francia, nostre elaborazioni su dati INSEE, tratti da: Annuaire statistique de la France, anno 1981; per la Germania, nostre elaborazioni su dati censuari, anno 1990.

**STRUTTURA PER FORMA GIURIDICA E CLASSE DIMENSIONALE DELLE IMPRESE NEI PRINCIPALI PAESI DELLA CEE**  
(decine di unità e, tra parentesi, quote percentuali)

Classi di addetti	Imprese indiv.	Società di persone (1)	S.r.l. (2)	S.p.A.	Società di capitali	Altre forme	Totale
<b>ITALIA</b>							
1981							
1 - 9	226.679 (84,6)	14.225 (5,3)	6.556 (2,4)	1.120 (0,4)	7.677 (2,9)	19.359 (7,2)	267.939 (100,0)
10 - 19	3.880 (37,6)	2.668 (25,9)	1.716 (16,6)	563 (5,5)	2.279 (22,1)	1.491 (14,5)	10.318 (100,0)
20 - 49	861 (19,8)	1.053 (24,3)	1.063 (24,5)	890 (20,5)	1.953 (45,0)	471 (10,9)	4.339 (100,0)
50 - 99	104 (8,8)	182 (15,5)	234 (19,8)	549 (46,6)	783 (66,4)	110 (9,3)	1.180 (100,0)
100 - 199	22 (3,9)	46 (8,3)	69 (12,4)	368 (66,5)	437 (78,9)	49 (8,8)	554 (100,0)
200 - 499	5 (1,8)	9 (3,5)	16 (5,9)	210 (76,8)	226 (82,7)	33 (12,0)	273 (100,0)
oltre 500	1 (0,9)	1 (0,9)	2 (1,8)	105 (81,9)	107 (83,7)	19 (14,6)	128 (100)
<b>Totale</b>	<b>231.552</b> (81,3)	<b>18.184</b> (6,4)	<b>9.656</b> (3,4)	<b>3.806</b> (1,3)	<b>13.462</b> (4,7)	<b>21.532</b> (7,6)	<b>284.731</b> (100)
<b>GERMANIA</b>							
1987							
1 - 9	152.351 (83,3)	14.620 (8,0)	15.233 (8,3)	88 (0,1)	15.321 (8,4)	697 (0,4)	182.989 (100,0)
10 - 19	7.715 (49,4)	2.697 (17,3)	4.946 (31,7)	20 (0,1)	4.967 (31,8)	246 (1,6)	15.625 (100,0)
20 - 49	1.859 (26,3)	1.150 (16,3)	3.783 (53,5)	27 (0,4)	3.811 (53,9)	248 (3,5)	7.069 (100,0)
50 - 99	240 (11,5)	281 (13,4)	1.441 (68,9)	23 (1,1)	1.464 (69,9)	108 (5,2)	2.093 (100,0)
100 - 199	57 (5,5)	121 (11,7)	778 (74,7)	22 (2,1)	800 (76,8)	62 (6,0)	1.042 (100,0)
200 - 499	20 (3,2)	56 (8,9)	478 (75,8)	35 (5,5)	513 (81,2)	42 (6,6)	631 (100,0)
oltre 500	6 (1,7)	31 (9,3)	208 (62,0)	63 (18,8)	271 (80,8)	27 (8,2)	336 (100,0)
<b>Totale</b>	<b>162.248</b> (77,3)	<b>18.956</b> (9,0)	<b>26.870</b> (12,8)	<b>278</b> (0,1)	<b>27.148</b> (12,9)	<b>1.431</b> (0,7)	<b>209.785</b> (100,0)
<b>FRANCIA</b>							
1981							
1 - 9	186.481 (72,2)	1.464 (0,6)	23.439 (9,1)	5.919 (2,3)	29.358 (11,4)	40.942 (15,9)	258.245 (100,0)
10 - 19	1.766 (21,2)	107 (1,3)	2.674 (32,2)	2.055 (24,7)	4.729 (56,9)	1.712 (20,6)	8.314 (100,0)
20 - 49	609 (9,9)	75 (1,2)	1.612 (26,3)	2.543 (41,5)	4.155 (67,8)	1.289 (21,0)	6.128 (100,0)
50 - 99	78 (3,8)	19 (1,0)	360 (17,6)	1.022 (50,1)	1.382 (67,7)	561 (27,5)	2.041 (100,0)
100 - 199	14 (1,4)	9 (0,9)	142 (13,9)	555 (54,3)	697 (68,1)	302 (29,6)	1.022 (100,0)
200 - 499	5 (0,7)	6 (0,9)	59 (9,2)	349 (54,9)	407 (64,1)	218 (34,3)	636 (100,0)
oltre 500	0 (0,1)	4 (1,1)	17 (4,8)	212 (61,3)	228 (66,1)	112 (32,6)	345 (100,0)
<b>Totale</b>	<b>188.953</b> (68,3)	<b>1.684</b> (0,6)	<b>28.303</b> (10,2)	<b>12.655</b> (4,6)	<b>40.956</b> (14,8)	<b>45.138</b> (16,3)	<b>276.732</b> (100,0)

Fonte: Per l'Italia, nostre elaborazioni su dati censuari, anno 1985; per la Germania, nostre elaborazioni su dati censuari, anno 1990; per la Francia, nostre elaborazioni su dati INSEE tratti da: Annuaire statistique de la France, anno 1981.

(1) Diversamente dalla tav. 3, le società di persone non includono, per la Francia, le "Sociétés civiles". -  
(2) Per la Germania, le S.r.l. includono le società in accomandita a responsabilità limitata (GmbH & Co KG).

**STRUTTURA PER FORMA GIURIDICA E CLASSE DIMENSIONALE DELLE IMPRESE NEI PRINCIPALI PAESI DELLA CEE**  
(numero addetti in decine di unità e, tra parentesi, quote percentuali)

Classi di addetti	Imprese indiv.	Società di persone	S.r.l. (*)	S.p.A.	Società di capitali	Altre forme	Totale
<b>ITALIA</b>							
<b>1981</b>							
1 - 9	409.483 (73,6)	54.833 (9,9)	24.226 (4,4)	4.034 (0,7)	28.260 (5,1)	63.815 (11,5)	556.392 (100,0)
10 - 19	49.689 (36,8)	35.165 (26,0)	23.251 (17,2)	8.026 (5,9)	31.278 (23,1)	19.070 (14,1)	135.201 (100,0)
20 - 49	23.800 (18,6)	30.442 (23,8)	31.687 (24,7)	28.621 (22,3)	60.309 (47,1)	13.566 (10,6)	128.116 (100,0)
50 - 99	6.823 (8,4)	12.133 (15,0)	15.847 (19,6)	38.629 (47,8)	54.476 (67,4)	7.439 (9,2)	80.871 (100,0)
100 - 199	2.881 (3,8)	6.165 (8,1)	9.217 (12,1)	51.179 (67,3)	60.396 (79,4)	6.657 (8,7)	76.099 (100,0)
200 - 499	1.292 (1,6)	2.632 (3,2)	4.472 (5,4)	64.054 (77,4)	68.525 (82,8)	10.285 (12,4)	82.734 (100,0)
oltre 500	887 (0,4)	1.089 (0,5)	1.553 (0,6)	201.225 (83,6)	202.778 (84,2)	35.951 (14,9)	240.704 (100,0)
<b>Totale</b>	<b>494.855</b> (38,1)	<b>142.461</b> (11,0)	<b>110.253</b> (8,5)	<b>395.769</b> (30,4)	<b>506.022</b> (38,9)	<b>156.781</b> (12,1)	<b>1.300.119</b> (100,0)
<b>GERMANIA</b>							
<b>1987</b>							
1 - 9	420.636 (77,3)	59.175 (10,9)	61.817 (11,4)	303 (0)	62.120 (11,4)	2.561 (0,5)	544.493 (100,0)
10 - 19	98.633 (48,0)	35.545 (17,3)	67.784 (33,0)	280 (0,1)	68.065 (33,1)	3.432 (1,7)	205.675 (100,0)
20 - 49	51.600 (24,7)	33.539 (16,1)	115.184 (55,1)	876 (0,4)	116.060 (55,5)	7.755 (3,7)	208.954 (100,0)
50 - 99	15.860 (11,0)	19.190 (13,3)	99.634 (69,3)	1.631 (1,1)	101.265 (69,3)	7.467 (5,2)	143.783 (100,0)
100 - 199	7.746 (5,4)	16.714 (11,6)	108.051 (74,9)	3.234 (2,2)	111.286 (77,1)	8.568 (5,9)	144.314 (100,0)
200 - 499	5.958 (3,1)	16.904 (8,8)	144.868 (75,5)	11.427 (6,0)	156.295 (81,4)	12.821 (6,7)	191.978 (100,0)
oltre 500	6.683 (0,9)	54.653 (7,3)	269.490 (35,8)	299.957 (39,9)	569.447 (75,7)	121.605 (16,2)	752.387 (100,0)
<b>Totale</b>	<b>607.115</b> (27,7)	<b>235.721</b> (10,8)	<b>866.829</b> (39,6)	<b>317.710</b> (14,5)	<b>1.184.539</b> (54,0)	<b>164.209</b> (7,5)	<b>2.191.584</b> (100,0)

Fonte: Per l'Italia, nostre elaborazioni su dati censuari, anno 1985; per la Germania, nostre elaborazioni su dati censuari, anno 1990.

(\*) Per la Germania, le S.r.l. includono le società in accomandita a responsabilità limitata (GmbH & Co KG).

**DIMENSIONE MEDIA DELLE IMPRESE PER FORMA GIURIDICA**  
(numero di addetti)

Forme giuridiche	Dimensione media	
	<u>Italia</u>	<u>Germania</u>
	1981	1987
Imprese individuali	2,1	3,7
Società di persone	7,8	12,4
Società di capitali	37,6	43,6
- S.p.A	104,0	1.143,0
- S.r.l. (*)	11,4	32,3
Altre forme giurid.	7,3	114,7
Dimensione media del totale imprese	4,6	7,6

Fonte: Per l'Italia, nostre elaborazioni su dati censuari, anno 1985; per la Germania, nostre elaborazioni su dati censuari, anno 1990.

(\*) Per la Germania, le S.r.l. includono le società in accomandita a responsabilità limitata (GmbH & Co KG).

**STRUTTURA PER FORMA GIURIDICA DELLE IMPRESE ITALIANE - TOTALE ECONOMIA**  
(migliaia di unità e, tra parentesi, quote percentuali)

A n n i	Forme giuridiche												Totale	
	Imprese indiv.		Società persone		S.r.l.		S.p.A.		Cooperat.		Altre		I	A
	I	A	I	A	I	A	I	A	I	A	I	A		
1 9 5 1	1.360 (90,4)	3.069 (45,3)	15 (1,0)	352 (5,2)	25 (1,7)	319 (4,7)	13 (0,8)	1.937 (28,6)	11 (0,7)	138 (2,0)	81 (5,4)	965 (14,2)	1.504 (100)	6.781 (100)
1 9 6 1	1.756 (90,6)	4.499 (47,5)	27 (1,4)	730 (7,7)	19 (1,0)	374 (3,9)	14 (0,7)	2.349 (24,8)	12 (0,6)	192 (2,0)	111 (5,7)	1.319 (13,9)	1.939 (100)	9.463 (100)
1 9 7 1	1.988 (88,9)	4.661 (42,1)	52 (2,3)	1.082 (9,8)	27 (1,2)	411 (3,7)	23 (1,0)	3.149 (28,4)	11 (0,5)	207 (1,9)	136 (6,1)	1.568 (14,2)	2.236 (100)	11.078 (100)
1 9 8 1	2.316 (81,3)	4.949 (38,1)	182 (6,4)	1.425 (11,0)	97 (3,4)	1.103 (8,5)	38 (1,3)	3.958 (30,4)	20 (0,7)	362 (2,8)	195 (6,9)	1.205 (9,3)	2.847 (100)	13.001 (100)

I = Imprese

A = Addetti

Fonte: Nostre elaborazioni su dati censuari, anni vari.

**DINAMICA DELLE FORME GIURIDICHE DELLE IMPRESE ITALIANE - TOTALE ECONOMIA**  
(tassi di crescita medi annui, valori percentuali)

A n n i	Forme giuridiche												Totale			
	Imprese indiv.		Società persone		S.r.l.		S.p.A.		Cooperat.		Altre		I	A	I	A
1 9 6 1	2,6	3,9	6,4	7,6	-3,0	1,6	0,8	1,9	1,3	3,4	3,0	3,2	2,6	3,4		
1 9 7 1	1,2	0,4	6,8	4,0	3,6	1,0	5,2	3,0	-1,3	0,8	1,8	1,6	1,4	1,6		
1 9 8 1	1,5	0,6	13,3	2,8	13,7	10,4	5,1	2,3	6,4	5,7	3,9	-1,2	2,4	1,6		

I = Imprese

A = Addetti

Fonte: Nostre elaborazioni su dati censuari, anni vari.

**EVOLUZIONE DELLA STRUTTURA DIMENSIONALE DELLE IMPRESE ITALIANE: ADDETTI**  
(migliaia di unità e, tra parentesi, quote percentuali)

Anni	CLASSI DIMENSIONALI						Totale
	1-9	10-49	59-99	100-499	500-999	1000-OLTRE	
1961	1.480 (25,5)	1.158 (20,0)	579 (10,0)	1.110 (19,1)	338 (5,8)	1.135 (19,6)	5.800 (100)
1971	4.250 (38,4)	1.838 (16,6)	734 (6,6)	1.423 (12,8)	482 (4,3)	2.350 (21,3)	11.077 (100)
1981	5.564 (42,8)	2.633 (20,2)	809 (6,2)	1.588 (12,2)	529 (4,2)	1.878 (14,4)	13.001 (100)

Fonte: Nostre elaborazioni su dati censuari, anni vari.

**STRUTTURA PER FORMA GIURIDICA DELLE IMPRESE ITALIANE - INDUSTRIA**  
(migliaia di unità e valori percentuali)

A n n i	Forme giuridiche												Totale	
	Imprese indiv.		Società persone		S.r.l.		S.p.A.		Cooperat.					
	I	A	I	A	I	A	I	A	I	A	I	A	I	A
1 9 5 1	578 (95,1)	1.527 (39,9)	8 (1,3)	303 (7,9)	12 (1,9)	243 (6,3)	7 (1,2)	1.692 (44,2)	3 (0,4)	61 (1,6)			608 (100)	3.826 (100)
1 9 6 1	561 (94,3)	2.113 (41,8)	15 (2,5)	614 (12,2)	9 (1,5)	284 (5,6)	8 (1,4)	1.971 (39,0)	2 (0,4)	71 (1,4)			595 (100)	5.053 (100)
1 9 7 1	618 (92,0)	2.072 (35,1)	29 (4,3)	877 (14,8)	11 (1,6)	288 (4,9)	12 (1,8)	2.609 (44,2)	2 (0,3)	58 (1,0)			672 (100)	5.904 (100)
1 9 8 1	654 (82,1)	1.880 (28,4)	81 (10,2)	914 (13,8)	36 (4,6)	663 (10,0)	21 (2,7)	3.076 (46,4)	4 (0,5)	97 (1,5)			796 (100)	6.630 (100)

I = Imprese

A = Addetti

Fonte: Nostre elaborazioni su dati censuari, anni vari.

**STRUTTURA PER FORMA GIURIDICA DELLE IMPRESE ITALIANE - SERVIZI**  
(migliaia di unità e valori percentuali)

A n n i	Forme giuridiche												Totale	
	Imprese indiv.		Società persone		S.r.l.		S.p.A.		Cooperat.		Totale		I	A
	I	A	I	A	I	A	I	A	I	A	I	A		
1 9 5 1	705 (95,6)	1.407 (76,9)	6 (0,8)	46 (2,5)	13 (1,7)	71 (3,9)	5 (0,7)	229 (12,5)	8 (1,1)	76 (4,1)	737 (100)	1.829 (100)		
1 9 6 1	1.052 (97,0)	2.082 (77,2)	11 (1,0)	107 (4,0)	9 (0,9)	81 (3,0)	5 (0,5)	354 (13,1)	7 (0,6)	73 (2,7)	1.084 (100)	2.697 (100)		
1 9 7 1	1.197 (96,5)	2.267 (72,1)	19 (1,6)	185 (5,9)	12 (0,9)	102 (3,2)	7 (0,6)	498 (15,8)	5 (0,4)	94 (3,0)	1.240 (100)	3.146 (100)		
1 9 8 1	1.458 (89,4)	2.695 (59,9)	94 (5,8)	464 (10,3)	55 (3,4)	372 (8,3)	16 (1,0)	811 (18,0)	8 (0,5)	155 (3,4)	1.631 (100)	4.497 (100)		

I = Imprese

A = Addetti

Fonte: Nostre elaborazioni su dati censuari, anni vari.

**DIMENSIONE MEDIA DELLE IMPRESE PER FORMA GIURIDICA - TOTALE ECONOMIA**  
(numero di addetti)

A n n i	Imprese indiv.	Società persone	Forme giuridiche				Totale
			S.r.l.	S.p.A.	Cooperat.	Altre forme	
1 9 5 1	2,3	24,1	12,6	152,2	12,8	11,9	4,5
1 9 6 1	2,6	27,0	19,9	169,9	15,7	11,9	4,9
1 9 7 1	2,3	20,8	15,4	136,6	19,3	11,5	4,9
1 9 8 1	2,1	7,8	11,4	104,0	18,2	6,2	4,6

Fonte: Nostre elaborazioni su dati censuari, anni vari.

**DIMENSIONE MEDIA DELLE IMPRESE PER FORMA GIURIDICA**  
(numero di addetti)

A n n i	Forme giuridiche											
	Imprese indiv.		Società persone		S.r.l.		S.p.A.		Cooperat.		Totale	
	Ind.	Ser.	Ind.	Ser.	Ind.	Ser.	Ind.	Ser.	Ind.	Ser.	Ind.	Ser.
1 9 5 1	2,6	2,0	37,4	7,7	20,5	5,5	236,2	43,8	22,7	9,5	6,3	2,5
1 9 6 1	3,8	2,0	41,6	9,7	32,8	8,8	237,7	69,9	29,6	10,6	8,5	2,5
1 9 7 1	3,4	1,9	30,2	9,6	26,8	8,7	218,3	68,4	28,9	18,4	8,8	2,5
1 9 8 1	2,9	1,8	11,3	4,9	18,3	6,7	143,9	52,2	25,7	18,8	8,3	2,8

Ind. = Industria

Ser. = Servizi

Fonte: Nostre elaborazioni su dati censuari, anni vari.

**STRUTTURA PER FORMA GIURIDICA DELLE IMPRESE ITALIANE - TOTALE ECONOMIA**  
(migliaia di unità e, tra parentesi, valori percentuali)

A n n i	Forme giuridiche					Totale
	Imprese indiv.	Società persone	Società capitali	Altre forme		
1 9 8 5	2.121 (73,7)	480 (16,7)	268 (9,3)	7 (0,3)		2.876 (100)
1 9 8 6	2.070 (72,2)	510 (17,8)	279 (9,7)	7 (0,3)		2.865 (100)
1 9 8 7	2.002 (70,5)	535 (18,8)	295 (10,4)	8 (0,3)		2.840 (100)
1 9 8 8	1.993 (69,7)	550 (19,2)	309 (10,8)	8 (0,3)		2.861 (100)
1 9 8 9	1.969 (68,9)	561 (19,6)	319 (11,1)	9 (0,3)		2.858 (100)
1 9 9 0	1.941 (67,9)	576 (20,1)	331 (11,6)	10 (0,4)		2.857 (100)

Fonte: Nostre elaborazioni su dati Cerved, "Movimprese", n. 1, 1991, serie a 80 province.

**DINAMICA DELLE FORME GIURIDICHE DELLE IMPRESE ITALIANE - TOTALE ECONOMIA**  
(tassi di crescita annuali, valori percentuali)

A n n i	Forme giuridiche				Totale
	Imprese indiv.	Società persone	Società capitali	Altre forme	
1 9 8 6	-2,4	6,1	4,0	5,5	-0,4
1 9 8 7	-3,3	4,9	6,0	5,5	-0,9
1 9 8 8	-0,4	2,8	4,7	5,9	0,7
1 9 8 9	-1,2	2,1	3,1	6,5	-0,08
1 9 9 0	-1,4	2,6	3,8	8,2	-0,04

Fonte: Nostre elaborazioni su dati Cerved, "Movimprese", n. 1, 1991, serie a 80 province.

## CONFRONTO TRA LE CAPITALIZZAZIONI DI BORSA

Paesi	Capitalizzazione/PIL		
	1989	1990	1991
Stati Uniti	52,4	51,2	54,3
Giappone	139,0	115,5	83,6
Francia	27,1	27,1	25,1
Germania	23,6	24,3	22,3
Italia	16,6	14,7	12,1
Regno Unito	89,0	87,9	85,8

Fonte: Rapporto IRS sul mercato azionario, Il Sole 24 ore Libri, 1991, 1992 e 1993.

PATRIMONIO NETTO DELLE SOCIETA' DI CAPITALI (1)

Settori	1986	1987	1988	1989	1990	1991
	mld.	mld.	mld.	mld.	mld.	mld.
	%	%	%	%	%	%
Istituzioni creditizie (2)	...	...	75.997	96.706	100.633	136.062
Altre imprese finanziarie	5.654	8.868	6.193	7.011	10.519	16.525
Holdings	52.593	62.198	65.064	84.924	102.015	110.228
Imprese non finanziarie	248.827	286.462	410.547	416.990	490.271	558.805
Ramo 0	5.738	7.101	9.400	10.983	11.176	11.423
1	9.644	9.976	14.004	17.168	16.860	18.155
2	36.233	39.579	44.934	52.956	59.783	69.388
3	52.816	62.142	78.398	86.806	101.444	110.650
4	43.769	52.243	64.641	71.972	82.563	93.593
5	18.530	21.007	33.577	37.633	45.328	52.977
6	35.139	41.445	71.891	59.676	69.689	80.178
7	24.832	26.647	61.250	43.597	52.994	57.901
8	13.955	17.777	16.326	19.306	33.105	42.904
9	8.171	8.545	16.126	16.893	17.329	21.636
Totale	...	...	557.801	605.631	703.438	821.620
	...	...	100,0	100,0	100,0	100,0

Fonte: Nostre elaborazioni su dati della Centrale dei Bilanci, della banca dati Cerved e segnalazioni di Vigilanza della Banca d'Italia.

(1) Società per azioni e a responsabilità limitata. - (2) Aziende di credito rientranti nel campione mensile della Banca d'Italia (cfr. Relazione annuale, Appendice, Glossario) e istituti di credito speciale.

**SOCIETA' QUOTATE IN BORSA**  
**DISTRIBUZIONE DEL PATRIMONIO NETTO PER SETTORI E RAMI DI ATTIVITA ECONOMICA**  
(miliardi di lire e percentuali sul totale del patrimonio netto delle società di capitali)

Settori	1986	1987	1988	1989	1990	1991
	mld.	mld.	mld.	mld.	mld.	mld.
	%	%	%	%	%	%
Istituzioni creditizie (*)	13.785 ...	18.274 ...	18.922 24,9	22.661 23,4	23.128 23,0	29.083 21,4
Altre imprese finanziarie	1.565 27,7	1.800 20,3	1.199 19,4	1.594 22,7	1.815 17,3	4.974 30,1
Holdings	33.391 63,5	36.016 57,9	38.474 59,1	53.318 62,8	54.256 53,2	53.913 48,9
Imprese non finanziarie	30.029 12,1	35.558 12,4	37.574 9,2	39.282 9,4	42.944 8,8	48.152 8,6
Ramo 0	28 0,5	31 0,4	31 0,4	32 0,4	33 0,3	37 0,3
1	2.723 28,2	2.761 27,7	2.837 20,3	2.949 17,2	3.182 18,8	3.359 18,5
2	5.572 15,4	6.251 15,8	6.398 14,2	5.684 10,7	5.966 10,0	6.460 9,3
3	5.837 11,1	6.971 11,2	7.805 9,9	8.932 10,3	9.747 9,6	10.094 9,1
4	2.912 6,7	3.189 6,1	3.086 4,8	3.739 5,2	4.141 5,0	5.184 5,5
5	1.132 6,1	1.112 5,3	1.381 4,1	1.440 3,8	1.253 2,8	1.499 2,8
6	669 1,9	751 1,8	723 1,0	769 1,3	875 1,3	1.077 1,3
7	11.156 44,9	14.492 54,4	15.313 25,0	15.737 36,1	17.747 33,5	20.442 35,3
9	-	-	-	-	-	-
Totale	78.770 ...	91.648 ...	96.169 17,2	116.855 19,3	122.143 17,4	136.122 16,6

Fonte: Nostre elaborazioni su dati della Centrale dei Bilanci, della banca dati Cerved e segnalazioni di Vigilanza della Banca d'Italia.

(\*) Aziende di credito rientranti nel campione mensile della Banca d'Italia (cfr. Relazione annuale, Appendice, Glossario) e istituti di credito speciale.

**SOCIETÀ DI CAPITALI QUOTABILI (1) E QUOTATE: 1986**  
 (miliardi di lire e valori percentuali)

Settori	Per memoria:		C Patrim. netto quotabili (1)	C/A	Peso delle società quotate sul totale delle quotabili	
	A Patrimonio netto totale	B Patrimonio netto quotate			Capitale sociale nominale	Patrim. netto
	miliardi	miliardi	miliardi	%		
Istituzioni creditizie (2)	...	13.785	...	...	...	...
Altre imprese finanziarie	5.654	1.565	4.279	75,7	41,8	36,6
Holdings	52.593	33.391	49.125	93,4	66,9	68,0
Imprese non finanziarie	248.827	30.029	115.615	46,5	18,1	26,0
Ramo 0	5.738	28	857	14,9	1,6	3,3
1	9.644	2.723	8.349	86,6	31,2	32,6
2	36.233	5.572	23.082	63,7	16,6	24,1
3	52.816	5.837	28.221	53,4	11,6	20,7
4	43.769	2.912	14.491	33,1	16,3	20,1
5	18.530	1.132	4.322	23,3	19,1	26,2
6	35.139	669	8.084	23,0	2,7	8,3
7	24.832	11.156	19.109	77,0	52,1	58,4
8	13.955		7.567	54,2	-	-
9	8.171		1.533	18,8	-	-
Totale (3)	307.074	(4) 78.770	169.019	55,0	33,9	38,4
						51,3

Fonte: Nostre elaborazioni su dati della Centrale dei Bilanci, banca dati Cerved e segnalazioni Banca d'Italia.

(1) Società con capitale sociale nominale non inferiore a 5 miliardi di lire. - (2) Aziende di credito rientranti nel campione mensile della Banca d'Italia (cfr. Relazione Annuale, Appendice, Glossario) e istituti di credito speciale. - (3) Al netto delle istituzioni creditizie. - (4) Inclusive le istituzioni creditizie.

**SOCIETA' DI CAPITALI QUOTABILI (1) E QUOTATE: 1990**  
(miliardi di lire e valori percentuali)

Settori	Per memoria:		C Patrim. netto quotabili (1)	C/A	Peso delle società quotate sul totale delle quotabili	
	A Patrimonio netto totale	B Patrimonio netto quotate			Capitale sociale nominale	Patrim. netto
	miliardi	miliardi	miliardi	%		
Istituzioni creditizie (2)	100.633	23.128	...	...	...	...
Altre imprese finanziarie	10.519	1.815	7.961	75,7	14,0	22,8
Holdings	102.015	54.256	95.542	93,7	55,8	56,8
Imprese non finanziarie	490.271	42.944	265.015	54,1	10,9	16,2
Ramo 0	11.176	33	4.133	37,0	,3	,8
1	16.860	3.182	14.895	88,3	17,3	21,4
2	59.783	5.966	40.147	67,2	8,5	14,9
3	101.444	9.747	60.343	59,5	7,5	16,2
4	82.563	4.141	35.009	42,4	7,6	11,8
5	45.328	1.253	20.981	46,3	4,9	6,0
6	69.689	875	18.854	27,1	3,1	4,6
7	52.994	17.747	43.600	82,3	45,2	40,7
8	33.105	-	20.264	61,2	-	-
9	17.329	-	6.789	-	-	-
Totale (3)	(4) 703.438	(4) 122.143	368.518	61,1	21,9	27,5
						33,8

Fonte: Nostre elaborazioni su dati della Centrale dei Bilanci, della banca dati Cerved e segnalazioni di Vigilanza della Banca d'Italia.

(1) Società con capitale sociale nominale non inferiore a 5 miliardi di lire. - (2) Aziende di credito rientranti nel campione mensile della Banca d'Italia (cfr. Relazione Annuale, Appendice, Glossario) e istituti di credito speciale. - (3) Al netto delle istituzioni creditizie. - (4) Include le istituzioni creditizie.

**SOCIETA' DI CAPITALI QUOTABILI (1) E QUOTATE: 1991**  
(miliardi di lire e valori percentuali)

Settori	Per memoria:		C/A	Peso delle società quotate sul totale delle quotabili		
	A Patrimonio netto totale	B Patrimonio netto quotate		C Patrim. netto quotabili (1)	Capitale sociale nominale	Patrim. netto
	miliardi	miliardi	%	Capitale sociale nominale	Patrim. netto	Partecipazioni
Istituzioni creditizie (2)	136.062	29.083	...	...	...	...
Altre imprese finanziarie	16.525	4.974	82,9	25,2	36,3	46,8
Holdings	110.228	53.913	93,7	51,6	52,2	47,8
Imprese non finanziarie	558.805	48.152	53,2	11,0	16,2	15,3
Ramo 0	11.423	37	31,5	,4	1,0	,2
1	18.155	3.359	86,9	18,9	21,3	13,3
2	69.388	6.460	67,5	7,9	13,8	17,5
3	110.650	10.094	58,2	7,9	15,7	21,4
4	93.593	5.184	42,0	7,9	13,2	44,4
5	52.977	1.499	41,6	5,7	6,8	6,4
6	80.178	1.077	26,8	2,9	5,0	4,0
7	57.901	20.442	82,2	45,0	42,9	9,0
8	42.904	-	62,9	-	-	-
9	21.636	-	43,3	-	-	-
Totale (3)	(4) 821.620	(4) 136.122	58,8	21,6	26,6	31,9

Fonte: Nostre elaborazioni su dati della Centrale dei Bilanci, della banca dati Cerved e segnalazioni di Vigilanza della Banca d'Italia.

(1) Società con capitale sociale nominale non inferiore a 5 miliardi di lire. - (2) Aziende di credito rientranti nel campione mensile della Banca d'Italia (cfr. Relazione Annuale, Appendice, Glossario) e Istituti di credito speciale. - (3) Al netto delle istituzioni creditizie. - (4) Incluse le istituzioni creditizie.

**RIPARTIZIONE DELLE AZIONI PER SETTORE DETENTORE**  
(valori percentuali, anno 1991)

SETTORI	Francia	Germania	Italia	Regno Unito
Famiglie	27,0	16,9	50,8	13,3
Imprese	49,1	39,5	24,0	7,5
Istituz. creditizie	6,6	11,8	6,3	19,4
Investitori istituz.	3,4	13,2	3,9	36,3
Amministr. pubbl.	4,2	5,5	8,2	1,9
Eestero	9,7	13,1	6,8	21,6
Totale	100,0	100,0	100,0	100,0

Fonte: Per l'Italia: Banca d'Italia, Conti Finanziari e nostre elaborazioni da dati della Centrale dei Bilanci e della banca dati Cerved; per il Regno Unito: Central Statistical Office, United Kingdom National Accounts, 1992; per gli altri paesi: OECD, Financial Statistics, 1992, Part 2.

**CAPITALE SOCIALE DETENUTO DAI PRINCIPALI AZIONISTI**

---

Tipo di società	Percentuale detenuta da:	
	Principale azionista	Primi tre azionisti
S.r.l.	94	99
S.p.A. non quotate	78	91
S.p.A. quotate	63	71

---

Fonte: Elaborazioni su dati della Centrale dei Bilanci, 1990.

## APPENDICE A

### Caratteristiche essenziali dei dati di censimento e Cerved

#### Dati di censimento

Nel lavoro si fa riferimento ai soli dati del censimento generale dell'industria, del commercio, dei servizi e dell'artigianato. Si ricorda che nel 1981 il censimento, per quanto riguarda il ramo agricoltura, rileva informazioni limitatamente ad alcune classi e ad alcune categorie di attività economica. Nella Amministrazione pubblica e nei servizi pubblici e privati sono escluse dal campo di osservazione alcune categorie e sottoclassi. Oltre alle differenze di carattere metodologico, rispetto al censimento del 1971 il campo di osservazione risulta notevolmente ampliato, essendo inclusi nel censimento 1981 larghi comparti dei settori pubblici e privati, precedentemente non rilevati. In aggiunta, per le attività esclusive o principali non soggette all'obbligo di iscrizione nel registro ditte della CCIAA sono state rilevate solo le notizie riferite alle unità locali; tali unità, a differenza di quanto accadeva nel 1971, non sono state considerate imprese. Il numero di imprese, in alcuni casi, può quindi risultare inferiore a quello rilevato nel 1971. Inoltre tale metodo comporta che il totale degli addetti relativi alle imprese risulta inferiore al totale degli addetti. Differenze di rilievo sono riscontrabili anche nei precedenti censimenti. A parte le diverse metodologie di rilevazione e di classificazione, si ricorda l'ampliamento del campo di osservazione del ramo agricoltura, caccia e pesca dal censimento 1951 a quello del 1961.

Dati Cerved

La Cerved riporta informazioni sulle ditte presenti nei registri delle CCIAA. Il concetto di ditta è tuttavia notevolmente diverso da quello di impresa. Se l'impresa è monolocalizzata non vi sono differenze, ma se l'impresa è plurilocalizzata essa viene contata una sola volta nella provincia in cui ha sede legale ed è registrata anche come ditta in tutti i registri ditte delle province in cui essa ha aperto almeno una unità locale. Solo di recente i dati Cerved comprendono le informazioni relative a tutte le province italiane esclusa Messina.

## APPENDICE B

### Stima delle azioni e partecipazioni

#### Imprese non finanziarie

Fra le società di capitali (S.p.A. e S.r.l.) rilevate dalla Centrale dei Bilanci sono state innanzitutto identificate le società quotate in borsa: per queste ultime, esaustive dell'universo delle società non finanziarie quotate, si è rilevato direttamente l'ammontare del patrimonio netto. Le restanti società sono state suddivise per classi di capitale sociale nominale e per rami (ATECO 1981) di attività economica. Per ciascuna classe si è stimato il valore medio del patrimonio netto (capitale sociale e riserve) delle imprese ad essa appartenenti. I valori medi sono stati riportati all'universo di riferimento in base alla distribuzione di frequenza delle imprese per classi di capitale sociale e rami di attività economica che risulta dalla base dati ISET della Cerved, depurata delle numerosità relative alle società quotate. Tale procedimento si è reso necessario per tenere conto del fatto che nel campione della Centrale dei Bilanci le imprese di dimensione maggiore sono sovrarappresentate. Tuttavia, il ridotto numero delle classi di capitale sociale nei dati della Cerved, soprattutto per quanto concerne l'estremità destra della distribuzione, consente solo una parziale correzione della distorsione. I risultati devono essere quindi valutati con una certa cautela.

#### Holding

Fra le holding rilevate dalla Centrale dei Bilanci sono state innanzitutto identificate quelle quotate, esaustive dell'universo, per le quali si è rilevato direttamente

l'ammontare del patrimonio netto. Le holding rimanenti sono state suddivise per classi di fido accordato, come risulta dalle informazioni di fonte Centrale dei rischi. Per ciascuna classe si è stimato il valore medio del patrimonio netto. Il riporto all'universo è stato effettuato utilizzando pesi pari al rapporto tra il fido accordato al totale delle holding non quotate censite dalla Centrale dei rischi e le holding non quotate rilevate dalla Centrale dei Bilanci aventi un fido accordato positivo.

Le società di capitali censite dalla Centrale dei Bilanci e aventi un fido accordato pari a zero sono state inserite con peso unitario.

Questo metodo presenta alcuni inconvenienti. In primo luogo la numerosità dell'insieme delle holding nel campione della Centrale dei Bilanci è modesta: ne consegue un'ampia variabilità dei risultati. Secondariamente, nel campione sono sovrarappresentate le holding di maggiore dimensione, per le quali il rapporto tra fido accordato e patrimonio netto potrebbe differire dal corrispondente rapporto calcolato per il complesso delle holding, con la conseguente distorsione degli stimatori. Infine, non si dispone di informazioni per riportare all'universo il patrimonio netto delle holding che non intrattengono rapporti con il sistema bancario e che sono pertanto presumibilmente sottostimate. Come nel caso delle imprese non finanziarie, i risultati devono essere esaminati con una certa cautela.

#### Finanziarie non altrove considerate

La stima delle azioni e partecipazioni emesse da questo insieme di imprese è stata condotta con criteri simili a quelli utilizzati per le holding.

## APPENDICE C

### La revisione dei Conti finanziari: effetti sulla stima delle azioni e partecipazioni delle famiglie

Appare opportuno commentare brevemente i principali fattori che concorrono a determinare l'ampiezza della revisione apportata ai Conti finanziari pubblicati nella Relazione sul 1991 rispetto ai precedenti. In primo luogo l'insieme di riferimento si modifica: nel 1990, a differenza del 1988, sono comprese nell'aggregato le partecipazioni in S.r.l. Stime dirette del valore delle partecipazioni in S.r.l non sono disponibili. Se - per avere una indicazione di larga massima sull'ordine di grandezza di questo aggregato - si prende in considerazione il parametro dimensionale "numero di addetti", il peso delle S.r.l. risulta pari a circa il 30 per cento di quello delle S.p.A. Secondariamente, è stata modificata la definizione dei settori istituzionali. Nel 1990 le famiglie comprendono, a differenza del 1988, le imprese individuali (che includono le società di persone fino a 19 addetti). In questo caso l'entità della revisione non sembra particolarmente rilevante, se si prende in esame il rapporto tra il valore delle azioni e partecipazioni delle imprese individuali e il corrispondente valore riferito al complesso delle famiglie (il rapporto è pari al 5 per cento circa). Di fatto, poiché la suddivisione dell'aggregato tra famiglie consumatrici e imprese individuali è effettuata sulla base delle informazioni tratte dalla matrice dei conti (in particolare dalle informazioni sui titoli a custodia), si ha la sensazione che vengano ricomprese tra le famiglie consumatrici le azioni e le partecipazioni detenute (non per il tramite del sistema bancario) da società di persone fino a 19 addetti. Se tali società detenessero pacchetti di controllo di società di capitali, l'effetto della revisione si scaricherebbe nel settore delle famiglie consumatrici. In terzo luogo, va segnalato che nei Conti finanziari le azioni e le participa-

zioni delle famiglie sono calcolate a residuo, detraendo dal totale dell'aggregato gli ammontari detenuti dai restanti settori istituzionali. Di conseguenza tutti gli errori e le omissioni influenzano direttamente la stima relativa al settore famiglie. Per questo motivo appare utile prendere in esame in particolare il metodo di calcolo delle azioni e partecipazioni delle imprese (in particolare delle società e quasi società non finanziarie). Sia dal lato dell'attivo sia da quello del passivo le stime risentono della difficoltà del passaggio dai valori riportati in bilancio ai valori di mercato. Tale difficoltà è più accentuata per le partecipazioni riportate nell'attivo dello stato patrimoniale delle imprese, in quanto in questo caso i valori di libro riflettono il costo storico delle partecipazioni. Se le imprese detengono partecipazioni strategiche in altre imprese, è ragionevole ipotizzare che tali partecipazioni non vengano vendute di frequente; il costo storico potrebbe quindi essere anche notevolmente inferiore rispetto al valore in termini di patrimonio netto; ciò comporterebbe una sottostima dell'attivo delle imprese con la conseguente sovrastima dell'attivo delle famiglie.

**Confronto tra il metodo utilizzato per i Conti finanziari del 1991 e quello descritto nell'appendice B e utilizzato nella Relazione sul 1992**

Il metodo di stima delle azioni e partecipazioni utilizzato nel presente lavoro differisce da quello applicato per la compilazione dei Conti finanziari del 1991 nei seguenti aspetti:

- a) gli aggregati sono calcolati separatamente per l'insieme delle società quotate (per le quali si dispone di informazioni relative all'universo) e per quello delle società non quotate;

- b) per le non quotate il riproporzionamento all'universo dei dati della Centrale dei Bilanci viene effettuato a livello settoriale, invece che per il complesso dei rami di attività;
- c) non vengono apportate correzioni per il passaggio da valori di libro a valori di mercato (rispetto ai dati dei Conti finanziari del 1991 questa correzione è rilevante per le partecipazioni all'attivo di bilancio, che riflettono il costo storico).

## Riferimenti bibliografici

- Barca, F. (1985), Tendenze nella struttura dimensionale dell'industria italiana: una verifica empirica del modello della specificazione flessibile, in "Politica Economica", n. 1, pp. 71-109.
- Berlanda, M. (1991), Flottante legale, flottante reale, in Rapporto IRS sul mercato azionario, Milano, Il Sole 24 Ore Libri.
- Bianchi, P., G. Gualtieri, A. Pancaldi e M. Sassatelli (1988), Determinanti delle acquisizioni in Italia, in Banca d'Italia, Atti del seminario "Ristrutturazione economica e finanziaria delle imprese", numero speciale dei "Contributi all'analisi economica", vol. II.
- Buzzacchi, L., e M. G. Colombo (1992), I gruppi e la struttura di proprietà dell'industria italiana, Politecnico di Milano, Dipartimento di economia e produzione, dattiloscritto.
- Cannari, L., e G. D'Alessio (1993), Non-reporting and Under-reporting Behavior in the Bank of Italy's Survey of Household Income and Wealth, Banca d'Italia, dattiloscritto.
- Centrale dei Bilanci (1992), Economia e finanza delle imprese italiane 1982-1990, V Rapporto, Milano, Il Sole 24 Ore Libri.
- Cerved (1991), Movimprese, n. 1, n.s.
- Consob (1991), Regolamento per l'ammissione di titoli alla quotazione ufficiale nelle Borse Valori, in "Bollettino", giugno, ed. spec.
- Demsetz, H. (1983), The Structure of Ownership and the Theory of the Firm, in "Journal of Law and Economics", n. 26, pp. 375-90.
- Frasca, F., e B. Szegö (1992), La disciplina del trasferimento della proprietà delle imprese secondo la forma giuridica, Banca d'Italia, dattiloscritto.
- Galgano, F. (1991), Diritto Commerciale. Le società, Bologna, Zanichelli, 4<sup>a</sup> ed.
- Greenwald, B., e J. E. Stiglitz (1992), Information, Finance, and Markets: The Architecture of Allocative Mechanisms, in "Industrial and Corporate Change",

vol. 1, n. 1, pp. 37-63.

- Grossman, S., e O. Hart (1986), The Cost and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration, in "Journal of Political Economy", n. 94, pp. 691-719.
- Hart, O., e J. Moore (1990), Property Rights and the Nature of the Firm, in "Journal of Political Economy", n. 6, pp. 1119-58.
- Hudson, J. (1989), The Limited Liability Company: Success, Failure and Future, in "Royal Bank of Scotland Review", vol. 161, n. 3, pp. 26-39.
- Jensen, M. C., e W. Meckling (1976), Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Capital Structure, in "Journal of Financial Economics", n. 11, pp. 305-60.
- McKinsey & Co. (1992), La Borsa italiana: un Progetto Paese per un rilancio possibile, dattiloscritto.
- Rojo, A. (1991), The Typology of Companies, in R. R. Drury e P. G. Xuereb, European Company Laws: A Comparative Approach, Aldershot, Dartmouth.
- Shannon, H. A. (1931), The Coming of General Limited Liability, in "Economic History", vol. 2, n. 6.
- Spolidoro, M. S. (1992), Il tipo s.r.l.: ragioni di una scelta, in "Rivista del Notariato", a. XLVI, n. 1, pp. 1-22.
- Varetto, F., e M. Massari (1992), L'Italia S.p.A.: in piazza degli Affari, in "Rivista della Borsa", n. 1, pp. 93-107.



## ELENCO DEI PIÙ RECENTI TEMI DI DISCUSSIONE (\*)

- n. 178 — *Private Saving and Government Deficit in Italy (1951-1990)*, di N. ROSSI e I. VISCO (ottobre 1992).
- n. 179 — *Implementing Stochastic Optimal Control of Nonlinear Models: A Comparison with Alternative Solution Methods*, di A. CIVIDINI e S. SIVIERO (ottobre 1992).
- n. 180 — *Rischio di tasso d'interesse e coefficienti patrimoniali: un'analisi dei regolamenti SIM*, di F. DRUDI e F. PANETTA (novembre 1992).
- n. 181 — *Mean Reversion Tests with Reflecting Barriers: An Application to European Monetary System Exchange Rates*, di C. A. BALL e A. ROMA (novembre 1992).
- n. 182 — *Concorrenza e discriminazione di prezzo nel mercato del credito in Italia*, di G. FERRI e G. GOBBI (novembre 1992).
- n. 183 — *Inflazione e dispersione dei prezzi relativi*, di M. CARUSO (dicembre 1992).
- n. 184 — *Durables and Nondurables Consumption: Evidence from Italian Household Data*, di A. BRUGIAVINI e G. WEBER (dicembre 1992).
- n. 185 — *Risk Sharing and Precautionary Saving*, di L. GUIISO e T. JAPPPELLI (dicembre 1992).
- n. 186 — *Convergence of Inflation, Prerequisite for EMU*, di L. BINI SMAGHI e P. DEL GIOVANE (dicembre 1992).
- n. 187 — *Rating the EC as an Optimal Currency Area*, di L. BINI SMAGHI e S. VORI (gennaio 1993).
- n. 188 — *Industrial Countries' Protectionism with Respect to Eastern Europe: The Impact of the Association Agreement Concluded with the EC on the Exports of Poland, Czechoslovakia and Hungary*, di C. MASTROPASQUA e V. ROLLI (gennaio 1993).
- n. 189 — *Il ruolo della concorrenza nell'evoluzione delle politiche di raccolta delle banche italiane*, di D. FOCARELLI e R. TEDESCHI (gennaio 1993).
- n. 190 — *Finanza pubblica e indebitamento tra le due guerre mondiali: il finanziamento del settore statale*, di G. SALVEMINI e V. ZAMAGNI (febbraio 1993).
- n. 191 — *Metodi per la stima in tempo reale della produzione industriale: una riconsiderazione e un confronto*, di G. SCHLITZER (marzo 1993).
- n. 192 — *Aspettative di cambio nello SME*, di ANTONIO ROMA (aprile 1993).
- n. 193 — *On the Economics of Interbank Payment Systems*, di P. ANGELINI e C. GIANNINI (maggio 1993).
- n. 194 — *Allocazione e riallocazione della proprietà e del controllo delle imprese: ostacoli, intermediari, regole*, di F. BARCA (maggio 1993).
- n. 195 — *Il controllo nella public company*, di M. BIANCO (maggio 1993).
- n. 196 — *Il gruppo di imprese come modello di controllo nei paesi ritardatari*, di S. TRENTO (maggio 1993).
- n. 197 — *Mercato e istituzioni della riallocazione proprietaria in Germania, Regno Unito e Francia*, di D. CARDILLI, L. PINZANI e P. E. SIGNORINI (maggio 1993).
- n. 198 — *Privatizzare: come? Spunti da una ricognizione comparata dei casi inglese e francese*, di S. CHIRI e F. PANETTA (maggio 1993).
- n. 199 — *Liquidity Effects and the Determinants of Short-Term Interest Rates in Italy*, di I. ANGELONI e A. PRATI (giugno 1993).
- n. 200 — *Nuovi strumenti per la valutazione e la previsione del ciclo economico in Italia*, di G. SCHLITZER (giugno 1993).
- n. 201 — *Controllo e gruppo: natura economica e tutela giuridica*, di F. BARCA, P. CASAVOLA e M. PERASSI (luglio 1993).

---

(\*) I «Temi» possono essere richiesti a:

Banca d'Italia - Servizio Studi - Divisione Biblioteca e Pubblicazioni - Via Nazionale, 91 - 00184 Roma.

*Finito di stampare  
nel mese di luglio 1993  
presso il Centro Stampa  
della Banca d'Italia in Roma.*



