



Economia Aziendale Online

## Economia Aziendale Online

Business and Management Sciences  
International Quarterly Review

*LA STRUTTURA FINANZIARIA DEI GRUPPI  
QUOTATI ITALIANI  
ATTRAVERSO  
L'ANALISI DEI BILANCI CONSOLIDATI*

Massimo Cecchi

Pavia, Novembre 2017  
Vol. 8 - N. 3/2017

[www.ea2000.it](http://www.ea2000.it)  
[www.economiaaziendale.it](http://www.economiaaziendale.it)



PaviaUniversityPress



---

DOI: 10.13132/2038-5498/8.3.169-183

## La struttura finanziaria dei gruppi quotati italiani attraverso l'analisi dei bilanci consolidati

Massimo Cecchi

---

### Abstract

La rappresentazione della struttura finanziaria dei gruppi italiani fornita in letteratura è duplice. Da un lato, secondo il modello tipico del capitalismo renano, in Italia sembrerebbero prevalere strutture proprietarie concentrate e, data scarsa propensione dei risparmiatori ad investire in capitale di rischio, le risorse finanziarie, anziché transitare dal mercato, verrebbero convogliate verso intermediari quali le banche, che, a loro volta, finanziano le imprese con capitale di debito.

Dall'altro prevarrebbero strutture di gruppo piramidali, dove il capitale di controllo si concentra al vertice della piramide e, tramite il meccanismo della leva azionaria, si verrebbero a creare ampie minoranze che sono tali pur apportando ingenti risorse, poiché divise e frazionate in molteplici società. Inoltre, sempre secondo tale visione, la maggioranza adotterebbe anche comportamenti predatori ai danni delle minoranze.

La presente ricerca, s'inserisce in tale dibattito, utilizzando una chiave di lettura prettamente economico-aziendale, verificando direttamente la struttura finanziaria dei gruppi quotati attraverso l'analisi dei loro bilanci consolidati.

Rispetto a ricerche precedenti costituisce quindi una focalizzazione sull'area di consolidamento dei gruppi quotati, che, utilizzando dati ufficiali e comparabili, ha il vantaggio di offrire un quadro tendenzialmente obiettivo, dal quale emergono alcune conferme, ma anche nuove evidenze e spunti di riflessione.

---

Literature provides a double representation of financial structure of Italian groups. On the one hand, according to the typical model of Renan capitalism, in Italy seem to have prevail concentrated proprietary structures. This is because there is a low availability of investors to invest in venture capital. So financial resources, rather than transit from the market, flow to intermediaries such as banks, which, in their turn, finance companies with debt capital.

On the other hand, in Italy would prevail pyramidal group structures, in which control is concentrated at the top of the pyramid and beneath large minorities, while providing considerable resources, are divided into several societies through the leverage mechanism. According to this vision, the majority would also adopt predatory strategies to the detriment of minorities.

This research takes part in this debate directly verifying the financial structure of the listed companies through the analysis of their consolidated financial statements.

Compared with previous research, this study is intended to provide a focus on groups consolidation area and, using official and comparable data, it has the advantage of providing a objective framework, from which emerges some confirmations, but also new evidences and reflections.

---

**Keywords:** Struttura finanziaria, bilancio consolidato, gruppi quotati.

### 1 – Introduzione

La rappresentazione della struttura finanziaria dei gruppi italiani fornita in letteratura è duplice. Da un lato, secondo il modello tipico del capitalismo renano, in Italia sembrano prevalere strutture proprietarie

concentrate rispetto a quelle con azionariato diffuso che, invece, contraddistinguono il capitalismo anglosassone. La scarsa propensione dei risparmiatori ad investire in capitale di rischio implicherebbe, infatti, che le risorse finanziarie, anziché transitare dal mercato, vengano convogliate verso intermediari quali le

---

Massimo Cecchi

Dipartimento di Scienze dell'Economia e dell'Impresa - Università degli Studi di Firenze

Via delle Pandette, 9 - 50127 Firenze - Italy

massimo.cecchi@unifi.it

banche che a loro volta finanziano le imprese con capitale di debito.

Dall'altro si rileva che nel nostro paese prevalgono strutture di gruppo piramidali dove il capitale di controllo si concentrerebbe al vertice della piramide e poi, tramite il meccanismo della leva azionaria, si creerebbero ampie minoranze che sono tali pur apportando ingenti risorse, poiché divise e frazionate in molteplici società. Inoltre, sempre secondo tale visione, la maggioranza adotterebbe anche comportamenti predatori ai danni delle minoranze, tendendo a espropriarne le risorse attraverso meccanismi quali il "tunneling".

La presente ricerca, s'inserisce entro tale dibattito, utilizzando una chiave di lettura prettamente economico-aziendale; verificando cioè direttamente la struttura finanziaria dei gruppi quotati attraverso l'analisi dei loro bilanci consolidati.

Rispetto a ricerche precedenti costituisce quindi una focalizzazione sull'area di consolidamento dei gruppi quotati, che, utilizzando dati ufficiali e comparabili, ha il vantaggio di offrire un quadro tendenzialmente obiettivo, dal quale emergono alcune conferme, ma anche nuove evidenze e spunti di riflessione.

Nel paragrafo seguente esamineremo quindi le principali teorie che interpretano le caratteristiche della struttura finanziaria delle società e dei gruppi in relazione alle caratteristiche di un determinato "sistema paese", iniziando a delineare il quadro teorico di fondo della ricerca.

Il terzo paragrafo prosegue esaminando e organizzando i principali studi inerenti la separazione tra proprietà e controllo nei gruppi. Questi studi saranno polarizzati entro due opposte interpretazioni: quelli che vedono in tale separazione una logica predatoria e quelli che, al contrario la interpretano secondo una logica sinergica.

Il quarto paragrafo introduce l'analisi quantitativa descrivendo il campione, la sua logica di selezione e di analisi dei dati.

Il quinto paragrafo espone in dettaglio l'analisi e ne discute i risultati, mentre il sesto presenta le conclusioni.

In estrema sintesi, osserveremo come l'analisi della struttura finanziaria dei gruppi esaminati porta a delle conferme, come ad esempio la grande concentrazione del capitale di controllo e il basso ricorso al mercato al fine di attingere risorse finanziarie, sia a titolo di capitale di rischio (attraverso azioni di minoranza) sia nella forma di debito (attraverso prestiti obbligazionari).

Vi saranno però anche evidenze che offrono un'immagine sufficientemente chiara rispetto al dibattito esaminato nei paragrafi introduttivi. Le strutture di gruppo non sembrano cioè essere utilizzate al fine di raccogliere rilevanti capitali dalle minoranze, né tantomeno al fine di depredarle sistematicamente.

La principale evidenza è, invece, il notevole ricorso all'indebitamento, tanto rendere plausibile ritenere che la struttura di gruppo possa essere utilizzata come una leva alla quale ricorre la holding posta al vertice per incrementare le risorse raccolte, confinando al contempo il rischio sugli strati inferiori, economicamente controllati ma giuridicamente autonomi sotto il profilo della responsabilità.

## 2 – Capitalismo contro capitalismo

"Capitalismo contro capitalismo" è il titolo della nota opera dell'economista francese Michel Albert, nella quale si sottolineano le forti differenze tra i modelli economici di Europa e America. In estrema sintesi si sostiene che esisterebbero due forme molto diverse di capitalismo "reale": quello anglosassone, ad azionariato diffuso, e quello renano, ad azionariato concentrato (Albert 1993, 2001).

Le ragioni di tale dualismo sono state affrontate da molti studiosi sotto diverse prospettive.

Una prospettiva storico-evolutiva ci viene offerta dalla tradizionale tesi di Gerschenkron, secondo la quale le differenze sono dovute principalmente al processo di sviluppo del mercato finanziario (Gerschenkron 1962).

Possono cioè distinguersi dei cosiddetti paesi "first comers" in cui, per primi, si è avuto il processo di industrializzazione, e dei paesi "late joiners", ovvero i paesi industrializzati di seconda generazione. Questi ultimi, al fine di operare un rapido recupero nei confronti degli altri, avendo dei mercati finanziari ancora tendenzialmente sottosviluppati, hanno finanziato il loro sviluppo attraverso l'intervento dello Stato e di intermediari quali le banche a cui i risparmiatori affidavano le proprie risorse piuttosto che investirle direttamente in capitale di rischio.

Questa impostazione ben si adatta allo sviluppo socio-economico del nostro paese (Cecchi 2014). Al momento della sua unità e fino alla vigilia del XX secolo, l'Italia non aveva ancora completato il processo d'industrializzazione e il suo sviluppo economico presentava un forte ritardo rispetto ai principali paesi europei (Siciliano 2001).

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

Lo Stato era il principale attore dei listini borsistici, sia come emittente di titoli pubblici sia come garante di alcune società ferroviarie, che furono fra le prime imprese a essere quotate. Anche il sistema bancario, nonostante la sua relativa fragilità e arretratezza, ebbe un ruolo importante nel favorire il proces-

so di industrializzazione. Le principali banche miste dell'epoca, fra cui la Banca Commerciale Italiana (Comit) e il Credito Italiano (Credit), inizialmente controllate da azionisti tedeschi, dettero un forte impulso allo sviluppo economico del paese (Rin e Hellman, 2000; Micossi 2006).

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

Secondo la tesi di Roe (2000), tale prospettiva storica deve comunque essere integrata da una contestualizzazione di carattere culturale. Secondo tale visione, i più tradizionali e radicati valori politici socialdemocrazie europee sono incompatibili con modelli di capitalismo manageriale tipici dei paesi anglosassoni.

Più esplicitamente, sia Pagano e Volpin (2001) che Perotti e Von Thadden (2003), collegano l'orientamento del modello adottato da un paese alle caratteristiche del suo elettorato. Secondo questi autori, se la ricchezza dell'elettorato dipende dal suo capitale umano (*stakeholder society*), piuttosto che dalle rendite di asset finanziari (*shareholder society*), è plausibile che, al fine di ottenere un sistema più garantista sul fronte dell'occupazione e meno orientato al rischio, sia politicamente preferibile un sistema finanziario più incentrato sul debito bancario.

Il mancato sviluppo del mercato azionario in Italia, come storica espressione di esplicite politiche pubbliche, è ad esempio documentato da Aleotti (1990) e Siciliano (2001), i quali prendono in esame l'insieme dei provvedimenti punitivi nei confronti della borsa e dei dividendi, talora con contenuti di vera e propria espropriazione. Misure draconiane di divieto di distribuire gli utili, tassazione e prelievo patrimoniale, furono adottate, ad esempio, dopo la prima guerra mondiale, a metà degli anni trenta e durante la seconda guerra mondiale. Ma anche nel dopoguerra, tra il 1962 e il 1976, il sospetto verso la borsa si è manifestato con provvedimenti mirati sulla nominatività dei titoli e la tassazione (nel 1976, ad esempio, l'aliquota dell'imposta cedolare secca venne aumentata al fino al 50 per cento).

Critiche sull'efficienza un sistema finanziario troppo "relazionale" e incentrato sulle banche nella selezione dei competitors sono tuttavia mosse, ad esempio da Rajan e Zingales (2003). Si sottolinea, infatti, che poiché nuovi entranti dipendono in maniera spesso critica dai capitali esterni, questi possono risultare svantaggiati rispetto agli *incumbens*, che invece possono contare sull'autofinanziamento e sulle

relazioni "preferenziali" e consolidate con il mondo bancario.

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

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

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

### 3 – Separazione tra proprietà e controllo

Le due forme di capitalismo, anglosassone e renano, hanno dirette conseguenze sui modelli di governance societaria, e in particolare sulla separazione tra capitale apportato dagli azionisti e meccanismi di controllo delle imprese.

Nei sistemi capitalistici anglosassoni, infatti, caratterizzati come si è detto da un azionariato diffuso abbiamo una separazione che possiamo definire *orizzontale*. Ovvero, se prendiamo a riferimento un'assemblea societaria in cui il capitale risulta molto disperso, sono già sufficienti minime concentrazioni di capitale-diritti di voto al fine di arrivare a detenere una maggioranza relativa. Anzi, come sottolineano molti storici studi (solo per citare i principali Berle e Means 1932, Galbraith 1967; Marris 1964) il controllo è spesso esercitato dagli stessi manager. Quindi in questo modello, la separazione tra proprietà e controllo già a livello di singola società è tendenzialmente molto elevata poiché, da un lato il management non è espressione di una specifica maggioranza, dall'altro, pur non detenendo partecipazioni significative, è in grado, in qualità di organo di governo, di controllare la società.

Nei sistemi capitalistici renani invece, l'azionariato risulta concentrato, spesso in mano a famiglie che, per amplificare il loro controllo su grandi

società investendo risorse comunque limitate, devono ricorrere a meccanismi di separazione *verticale*.

Ne consegue che, in una situazione in cui ad ogni azione corrisponde un voto (cioè, eccetto il caso delle “dual-class shares”; tra gli altri: Grossman e Hart 1988, La Porta e al. 1999), il modo più diretto e sicuro per ottenere la separazione è detenere oltre il 50% del capitale.

Ciò determina una separazione tra la proprietà della società (ascrivibile all’insieme degli azionisti) e il controllo di chi invece ha la maggioranza dei diritti di voto (tra gli altri: Brioschi et al. 1990; Zattoni 2006; Zattoni e Cuomo 2010).

Ma proprio perché il controllo dipende dal capitale investito dalla maggioranza, è naturale che (almeno nel caso in cui il socio dominante sia un soggetto privato) il modello abbia una sorta di tendenza “genetica” a realizzare strutture finanziarie sottocapitalizzate.

Infatti, il mantenimento del controllo, limita la possibilità di accrescere in modo indefinito il capitale apportato, poiché ogni aumento di capitale dovrebbe essere sottoscritto, pro-quota, dai soci di maggioranza (pena la perdita del controllo) le cui risorse sono inevitabilmente limitate.

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

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

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

Tale sistema, a sua volta viene presentato in letteratura in una duplice chiave di lettura.

Abbiamo quella che possiamo chiamare la visione “predatoria”, secondo la quale il capitale di controllo si concentra nella società di vertice del gruppo e la maggioranza, utilizzando il sistema della leva azionaria, “divide et impera”, cioè disperde le minoranze in molteplici assemblee societarie organizzandole in una struttura piramidale. Ma poiché secondo la teoria dell’agenzia gli azionisti di controllo perseguono i loro propri interessi, essi cercheranno di espropriare gli altri investitori distraendo le risorse dell’impresa per usi personali, trasferendo risorse e profitti al di fuori delle imprese o impiegando fondi verso progetti

non redditizi da cui però derivano benefici privati. Tra gli altri, Shleifer e Vishny (1997), La Porta (1999); Claessens (2000), Faccio (2002). Claessens, Djankow, Fan and Lang (2002) e Lemmon e Lins (2003).

Il trasferimento infragruppo della ricchezza tra le imprese della piramide a vantaggio degli azionisti di controllo è conosciuto come “tunneling” (Johnson, La Porta, Lopez-de-Silanes & Shleifer, 2000), Cheung, Rau and Stouraitis (2006), and Cheung, Jing, Rau and Stouraitis (2009).

Tale atteggiamento predatorio può essere identificato anche nella gestione del debito.

Il vertice potrebbe infatti avere la tendenza ad aumentare l’effetto leva nelle imprese localizzate negli strati più bassi della piramide. Questo lo porta ad incrementare sostanzialmente le risorse di cui può disporre, da un lato proteggendo la sua posizione di dominanza dalla diluizione del suo controllo azionario, dall’altro limitando i rischi di un suo coinvolgimento nel fallimento delle imprese in difficoltà finanziarie a causa dell’eccessivo indebitamento (Du e Dai 2004)

Il debito può inoltre essere contratto dalla stessa holding o da sue controllate, per finanziare l’acquisto dei pacchetti di controllo sui livelli successivi. In tal caso si crea un ulteriore collegamento tra indebitamento politica dei dividendi e tunneling. Come infatti rilevano Bany et al. (2010), l’uso dell’indebitamento nelle holding incrementa l’incentivo ad espropriare le minoranze aumentando il fabbisogno di dividendi per servire il debito contratto per acquisire i pacchetti di controllo (la cosiddetta “Debt Service Hypothesis,” si veda anche Bertrand, Mehta and Mullainathan, 2002).

La seconda interpretazione è quella che, sintetizzando e polarizzando molta altra letteratura, può essere denominata come visione “sinergica”. Qui, il gruppo e i rapporti tra maggioranza e minoranza non sono interpretati in chiave conflittuale ma, piuttosto, come una forma intermedia tra gerarchia e mercato capace in molti contesti di superare i costi di agenzia (Almeida e Wolfenzon, 2004) attraverso una più efficiente struttura che aggiunge valore alle proprie imprese (Leff 1978). In particolare, si sostiene che il gruppo sostituisce i mercati qualora questi sono inefficienti (es mercato del lavoro, delle risorse finanziarie) (Kanna e Palepu 199 e 1999) attuando anche meccanismi di ripartizione del rischio (Aoki 1984).

Tale logica è indubbiamente supportata da una certa contraddittorietà nei risultati in merito all’utilizzo del gruppo piramidale come mezzo di separare la proprietà dal controllo. In primo luogo posto che piramidi e azioni con differenti diritti di voto sono modi equivalenti per separare la proprietà dal controllo ci si chiede il motivo per il quale i gruppi sono molto più diffusi nel mondo (La porta, Lopez de Silanes e Shleifer 1999) anche quando non vi sono restrizioni all’emissione di azioni con differenti diritti di voto.

L'evidenza empirica suggerisce dunque che ci debbano essere ragioni per l'esistenza dei gruppi che vanno oltre la separazione tra proprietà e controllo.

Inoltre esistono vari studi che evidenziano che in molti casi la separazione tra proprietà e controllo raggiunta è bassa e non giustifica l'uso dei gruppi.

Solo per citarne alcuni, Franks e Mayer (2002) trovano nel loro campione di imprese tedesche che nella maggior parte dei casi (69%) l'azionista di controllo poteva ottenere lo stesso livello di separazione attraverso partecipazioni dirette della capogruppo nelle singole controllate. In uno studio comparativo Facci e Lang (2002) riportano che nei paesi dell'Europa occidentale solo in pochi casi esiste una significativa differenza tra proprietà e controllo.

Al di fuori dell'Europa, Lefort e Walker (1999) hanno riscontrato per le imprese cilene essere minima la separazione di proprietà e controllo ottenuta attraverso la struttura di gruppo. Risultati analoghi sono ottenuti da Atting, Fischer e Gandoum (2003) per le imprese canadesi, da Valadares e Leal (2001) per il Brasile e da Demirag e Sertir (2003) per la Turchia.

In Italia Bianchi, Bianco e Enriques (2001) rilevano che, mentre alcune piramidi permettono all'azionista di controllo di controllare grandi quantità di capitale la separazione in altri gruppi è talvolta modesto.

Anche sul fatto che i gruppi attuino strategie di sistematica espropriazione delle minoranze esistono evidenze contraddittorie. Secondo Faccio, Lang e Young (2001) ad esempio, le imprese affiliate ad un gruppo nell'Europa occidentale pagano in modo significativo dividendi più alti di quelle asiatiche, hanno cura del valore di mercato delle azioni e costruiscono la loro reputazione pagando ampi dividendi al fine di mantenere elevato il valore delle aziende.

In merito al rapporto che esiste tra la struttura di gruppo e la gestione del debito, molti studi si concentrano sulla capacità del gruppo di creare un mercato interno dei capitali con minori costi di agenzia rispetto a quello esterno (Barclay & Smith 1995, Easterwood & Kadapakkam 1991, Johnson 1998). Come suggerisce Stein (1997) i mercati interni dei capitali sono importanti quando i mercati esterni sono sottosviluppati, nel senso che le informazioni e i problemi di agenzia sono particolarmente pronunciati.

#### **4 – L'area di consolidamento dei gruppi quotati**

Il nostro studio si pone l'obiettivo di contribuire ad aggiornare il dibattito precedentemente delineato, concentrando l'attenzione sull'area di consolidamento dei gruppi quotati nel nostro paese.

Ciò comporta una duplice focalizzazione della ricerca.

In primo luogo lo studio esamina un campione costituito da 235 gruppi quotati, intendendo per "gruppo quotato" le società quotate alla Borsa Valori di Milano al 2016 e 2011 che hanno presentato un bilancio consolidato, escludendo le imprese bancarie ed assicuratrici. L'interesse verso i gruppi quotati, oltre ad essere generato da quanto esposto in precedenza, ha l'indubbio vantaggio di poter essere sviluppato attraverso l'esame di documenti e comunicazioni ufficiali quali quelle imposte agli emittenti dall' 120 del d.lgs. n. 58/98.

La seconda focalizzazione riguarda l'esame del bilancio consolidato e quindi a quella particolare "zona" del gruppo costituita dall'area di consolidamento. Sebbene le considerazioni che seguiranno sono da riferirsi a tale area più circoscritta crediamo che questa analisi possa comunque efficacemente contribuire a far luce sulla struttura finanziaria dei gruppi quotati nel nostro paese. Infatti utilizzando anche quei dati ufficiali costituiti dalle informazioni finanziarie ricavate da bilanci certificati ed applicando a quei dati gli strumenti di analisi propri dell'economia aziendale (tra gli altri si vedano: Amaduzzi (1978, Caramiello (1993) Ceccherelli (1968), Masi (1965), Riparbelli (1965)). Crediamo che in tal modo si possa offrire una prospettiva forse ancora non sufficientemente indagata.

Infine, la restrizione alle sole quotate, alle quali è richiesta l'applicazione dei principi contabili internazionali (IAS-IFRS), permette di aggregare e confrontare valori tendenzialmente omogenei.

Dall'analisi effettuata, come vedremo, si avranno delle conferme. Ad esempio, rileveremo che su 235 gruppi esaminati in oltre la metà dei casi (54,89%) la capogruppo quotata è controllata da un solo azionista; quota che sale al 78,30% sommando la quota dei primi tre azionisti e che arriva ad oltre l'87% considerando i primi sette azionisti.

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

- le strutture di gruppo non sembrano essere utilizzate al fine di raccogliere rilevanti capitali dalle minoranze: verificheremo infatti che queste, pur in presenza di situazioni molto diversificate, apportano mediamente solo l'8% del capitale investito dalla maggioranza;

- le strutture di gruppo non sembrano essere utilizzate al fine di depredate sistematicamente le minoranze: verificheremo infatti che nel 71% dei casi il ROE riferito alle minoranze è superiore di quello riferito alla maggioranza;

- il ricorso all'indebitamento risulta invece notevole: i gruppi esaminati presentano mediamente una leva sul capitale della maggioranza (debiti del gruppo/capitale investito dalla maggioranza) pari a 2,67

che, peraltro, risulta essere mediamente superiore di quasi un punto rispetto a alla medesima leva (pari cioè a 1,76) calcolata in testa alla sola holding.

## 5 – Analisi dei dati e discussione

La ricerca muove dall'analisi della struttura proprietaria sovrastante i gruppi quotati, identificando, sulla base delle comunicazioni fatte ai sensi dell'art. 120 del d.lgs. n. 58/98, il numero di azionisti matematicamente necessari ai fini del controllo di diritto, cioè del raggiungimento del 50%+1 dei diritti di voto.

Con "gruppo quotato" intendiamo, come precedentemente descritto, le società attualmente quotate alla Borsa Valori di Milano che hanno pubblicato un bilancio consolidato. I bilanci presi a riferimento sono quelli 2016, oppure, se non ancora disponibili alla data dell'analisi, 2015.

Ciò premesso, si prende in esame un campione di 235 società, escludendo banche e assicurazioni le quali, se incluse, data la particolarità delle loro strutture finanziarie, distorcerebbero la significatività dei dati aggregati. Abbiamo poi comparato tali dati con quelli precedentemente analizzati per il 2011 al fine di evidenziare possibili tendenze evolutive tra i due periodi (Cecchi 2014).

Siamo consapevoli che la misura del 50%+1 dei diritti di voto è convenzionale in quanto, specie nei gruppi quotati, le soglie sufficienti al raggiungimento di un controllo di fatto possono addirittura essere di molto inferiori. La soglia fissata ha tuttavia il vantaggio, come vedremo, un oggettivo riferimento che consente di trarre considerazioni altrettanto oggettive.

Il risultato è mostrato nella [Tabella 1](#)

Gli azionisti rilevanti, aggregati come premesso rispetto al raggiungimento del controllo di oltre il 50% di voti nella società quotata, sono riportati in colonna.

Quindi se osserviamo la prima colonna ( $1 > 50\%$ ) possiamo verificare che, rispetto al campione complessivo di 235 società-capogruppo, per ben 129 di queste, il primo azionista (indicato con "1") supera il 50% dei diritti di voto. In altri termini, in oltre la metà dei casi (54,89%) il gruppo non risulta contendibile,

poiché un solo azionista, supera già la maggioranza dei diritti di voto.

Continuando orizzontalmente lungo le altre colonne, se prendiamo in esame i restanti gruppi e identifichiamo quelli in cui la soglia del 50% viene superata sommando la quota del primo a quella del secondo azionista (indicato con "2") più rilevante, possiamo verificare come si aggiunga un ulteriore 17,02%. Quindi complessivamente il 71,91% delle società risultano caratterizzate da un azionariato a monte composto al più da due soggetti.

Se, ancora, prendiamo in esame i restanti gruppi e identifichiamo quelli in cui, sommando la quota del primo, del secondo e del terzo azionista (indicato con "3") più rilevanti si supera il 50%, aggiungiamo un ulteriore 6,38%. Quindi complessivamente il 78,30% delle società risultano caratterizzate da un azionariato a monte composto al più da tre soggetti.

Procedendo in questo modo, possiamo verificare che i diritti di voto di oltre l'87% dei gruppi quotati risultano concentrati al più nei primi sette azionisti.

Solo il 9,79% dei gruppi esaminati hanno una struttura proprietaria sovrastante dove, neppure sommando le quote detenute dai primi dieci azionisti ( $\sum$  az. ril.  $< 50\%$ ), si arriva ad una quota di possesso che supera il 50% dei diritti di voto.

Come precedentemente osservato, tuttavia, questo non esclude che, pur in assenza di un controllo di diritto, la dispersione dei diritti di voto non possa consentire un "controllo di fatto".

Infine prendendo in esame la situazione rilevata cinque anni prima, cioè per il 2011, verificiamo come la distribuzione risulti sostanzialmente immutata (ultime tre righe di [Tabella 1](#)).

L'analisi procede poi con la verifica della situazione interna ai gruppi del campione, sia per quanto attiene al numero di controllate, sia per l'analisi dei dati di bilancio. Per questo ci siamo avvalsi delle informazioni riportate nella banca-dati AIDA sulle società quotate al 2017 e dei relativi bilanci consolidati pubblicati nel 2017 o 2016 (competenza 2016 e 2015). Come nella precedente tabella questi dati sono poi stati confrontati con la situazione rilevata al 2011.

**Tabella 1: Numero di azionisti rilevanti ai fini del controllo**

		POSSESSO A MONTE									
		(1)>50%	(1+2)>50%	(1+...+3)>50%	(1+...+4)>50%	(1+...+5)>50%	(1+...+6)>50%	(1+...+7)>50%	$\sum$ az. ril. <50%	non indicato	Totale
2016	Gruppi:	129	40	15	14	1	5	2	23	6	235
	(1+n) az. >50%	54,89%	17,02%	6,38%	5,96%	0,43%	2,13%	0,85%	9,79%	2,55%	100,00%
	progressivo	54,89%	71,91%	78,30%	84,26%	84,68%	86,81%	87,66%	97,45%	100,00%	100,00%
2011	Gruppi:	112	32	14	5	4	3	4	27	6	207
	(1+n) az. >50%	54,11%	15,46%	6,76%	2,42%	1,93%	1,45%	1,93%	13,04%	2,90%	100,00%
	progressivo	54,11%	69,57%	76,33%	78,74%	80,68%	82,13%	84,06%	97,10%	100,00%	100,00%

**Tabella 2: Numero di controllate**

Controllate	2016		2011	
	n.	%	n.	%
1-5	42	17,87%	20	9,66%
6-10	36	15,32%	31	14,98%
11-25	51	21,70%	67	32,37%
26-50	35	14,89%	49	23,67%
51-100	31	13,19%	22	10,63%
101-500	35	14,89%	16	7,73%
501-1000	3	1,28%	2	0,97%
>1000	2	0,85%	0	0,00%
Totale	235	100,00%	207	100,00%

Anche in questo caso, al fine di ottenere la certezza del controllo e una maggiore oggettività e comparabilità dei dati, abbiamo selezionato esclusivamente quelle sottoposte ad un “controllo di diritto”, ovvero con percentuali superiori al 50%.

I risultati sono riportati nella tabella che segue (Tabella 2)

Possiamo così osservare, che sui 235 gruppi del campione 42 (cioè il 17,87%) hanno tra una e cinque controllate, 36 (cioè il 15,32%) hanno tra sei e dieci controllate, 51 (21,70%) tra undici e venticinque controllate; 35 (14,89%) tra ventisei e cinquanta controllate, 31 (13,19%) tra cinquantuno e cento controllate, 35 (14,89%) tra centouno e cinquecento controllate, 3 (1,28%) tra cinquecentuno e mille controllate, 2

termini possiamo affermare che vi è statisticamente una tendenza per i gruppi più grandi in termini di controllate ad avere una struttura proprietaria a monte più concentrata.

Dopo aver delineato i principali tratti della struttura di controllo a monte e a valle della holding ci concentriamo adesso sulle caratteristiche del gruppo da questa controllato, così come risulta dall'analisi dei bilanci consolidati.

Al fine di garantire la maggiore significatività allo studio, l'aggregazione dei dati di differenti gruppi e la loro elaborazione ha però implicato una ulteriore restrizione del campione al fine di garantire maggiore

**Tabella 3: Distribuzione dei gruppi**

	POSSESSO A MONTE							Σ az. ril. <50%	non ind.	Totale
	(1)>50%	(1+2)>50%	(1+...+3)>50%	(1+...+4)>50%	(1+...+5)>50%	(1+...+6)>50%	(1+...+7)>50%			
1-5	13	10	6	3	-	1	-	7	2	42
6-10	19	8	3	2	1	-	1	1	1	36
11-25	25	8	3	3	-	3	-	8	1	51
26-50	17	10	1	4	-	1	-	2	-	35
51-100	21	3	1	1	-	-	-	3	2	31
101-500	29	1	1	1	-	-	1	2	-	35
501-1000	3	-	-	-	-	-	-	-	-	3
>1000	2	-	-	-	-	-	-	-	-	2
Totale	129	40	15	14	1	5	2	23	6	235

(0,85%) oltre mille controllate

Rispetto alla distribuzione del 2011 si nota una maggiore dispersione con un incremento sia del numero dei gruppi di piccole dimensioni (1-5 controllate) che passano dal 9,66% al 17,87%, sia del numero dei gruppi di grandi dimensioni (con più di 500 controllate) che passano dallo 0,97% al 2,13% (cioè, 1,28%+0,85%).

Rispetto ai 235 gruppi esaminati, possiamo adesso correlare le precedenti tabelle (Tabella 3) in un tabella che li distribuisce sulla base sia del possesso a monte (tabella 1), sia sulla base del possesso a valle (Tabella 2).

Analizzando la correlazione tra le due dimensioni mediante il Tau di Kendal emerge che questa è significativamente ( $p < 0,01$ ) negativa (-0,204). In altri

significatività al confronto. Abbiamo infatti dovuto escludere quei gruppi che presentavano valori negativi rispetto al capitale investito dalle maggioranze e/o minoranze<sup>1</sup> nonché alcuni outliers<sup>2</sup>.

Degli iniziali 235 gruppi ne abbiamo quindi selezionati 174 e esclusi 61 (Tabella 4).

<sup>1</sup> Il senso di tale scelta può essere chiarito con un esempio: qualora un gruppo avesse debiti per 10 e netto per 100 avremmo una leva del 10%; se un altro avesse debiti per 10 e netto (deficit) -100 avrebbe però poco significato sostenere che avremmo una leva di -10%. L'aggregazione dei dati poi, inficerebbe il significato complessivo. Inoltre, riteniamo che comunque, il limitato numero di esclusioni (solo 18), a fronte del concreto rischio di distorsioni sull'insieme dei dati, avvalorino l'opportunità dell'esclusione.

<sup>2</sup> Per questi abbiamo eliminato sette piccoli gruppi che mostravano valori di leva anomali, tra 10 e 300.

**Tabella 4: Distribuzione dei bilanci**

		POSSESSO A MONTE									
		(1)>50%	(1+2)>50%	(1+...+3)>50%	(1+...+4)>50%	(1+...+5)>50%	(1+...+6)>50%	(1+...+7)>50%	Σ az. ril.<50%	non ind.	Totale
POSSESSO A VALLE	1-5	4	9	2	1	-	-	-	2	1	19
	6-10	14	7	3	1	1	-	-	1	-	27
	11-25	16	8	3	3	-	1	-	6	1	38
	26-50	12	10	1	4	-	1	-	-	-	28
	51-100	17	3	1	1	-	-	-	2	1	25
	101-500	26	1	1	1	-	-	1	2	-	32
	501-1000	3	-	-	-	-	-	-	-	-	3
	>1000	2	-	-	-	-	-	-	-	-	2
	Totale	94	38	11	11	1	2	1	13	3	174

Anche rispetto a questo campione più ristretto emerge la stessa correlazione (Tau di Kendal) significativamente ( $p < 0,01$ ) negativa (-0,218) tra il numero di controllate nel gruppo e la dispersione del capitale di controllo della holding.

Una delle verifiche più rilevanti è a nostro avviso quella inerente al ruolo rivestito dalle minoranze all'interno del gruppo. Come precedentemente osservato le diverse forme di capitalismo, quello anglosassone e quello renano, vedono non solo una diversa concentrazione del capitale di controllo, ma anche un differente contributo delle minoranze nell'ambito della struttura finanziaria delle imprese. Infatti mentre nel capitalismo anglosassone le imprese attingono direttamente al mercato dei piccoli risparmiatori nella forma di obbligazionisti o azionisti di minoranza, nel capitalismo renano le imprese si finanziano principalmente attraverso il finanziamento di intermediari del risparmio quali le banche. Esaminiamo quindi, attraverso le informazioni finanziarie ricavabili dai bilanci, in primo luogo rapporto esistente tra capitale investito e posseduto dalla maggioranza del gruppo ( $E_M$ ) e capitale invece investito dalle minoranze e controllato dalla maggioranza ( $E_m$ ).

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

In termini matematici, infatti, mentre su una sola società il controllo di diritto può essere mantenuto acquisendo il 50%+1 dei diritti di voto, in una struttura piramidale tale quota può diminuire in progressione geometrica. In altre parole, ipotizzando un voto per azione, per controllare una società con il 50% dei diritti di voto attraverso una società intermedia è sufficiente avere il 50% dei diritti di voto su tale società la quale a sua volta possiede il 50% della società target. L'investimento della holding si riduce quindi al 25% del capitale della società target (cioè 50% X 50%). Esemplificando si pensi ad una target con un capitale di 100, se abbiamo una società intermedia con un capitale di 50 investito per acquisire il 50% del capitale della target (si supponga per semplicità che questo sia sufficiente a raggiungere il controllo), allora sarà sufficiente che la holding acquisisca il 50% della società intermedia per 25 (cioè il 50% di 50) per ottenere il controllo dell'intero gruppo. Si può facilmente verifi-

**Tabella 5: Distribuzione  $E_m/E_M$** 

		POSSESSO A MONTE										
		(1)>50%	(1+2)>50%	(1+...+3)>50%	(1+...+4)>50%	(1+...+5)>50%	(1+...+6)>50%	(1+...+7)>50%	Σ az. ril.<50%	non ind.	Totale	
POSSESSO A VALLE	1-5	Media <i>Dev. std.</i>	0,08 0,15	0,01 0,01	0,00 0,00	0,00 -	- -	- -	- 0,00	0,03 -	0,02 0,07	
	6-10	Media <i>Dev. std.</i>	0,02 0,05	0,09 0,13	0,09 0,16	0,00 -	0,05 -	- -	- -	- -	0,05 0,09	
	11-25	Media <i>Dev. std.</i>	0,04 0,06	0,01 0,04	0,02 0,02	0,00 0,00	- -	0,00 -	- 0,04	0,00 0,07	0,02 0,05	
	26-50	Media <i>Dev. std.</i>	0,01 0,02	0,10 0,10	0,00 -	0,06 0,05	- -	0,05 -	- -	- -	0,00 0,00	0,05 0,07
	51-100	Media <i>Dev. std.</i>	0,14 0,42	0,35 0,32	0,23 -	0,05 -	- -	- -	- -	0,23 0,03	0,00 -	0,17 0,37
	101-500	Media <i>Dev. std.</i>	0,10 0,26	1,34 -	0,03 -	0,01 -	- -	- -	0,01 -	0,08 0,05	- -	0,13 0,32
	501-1000	Media <i>Dev. std.</i>	0,25 0,32	- -	- -	- -	- -	- -	- -	- -	- -	0,25 0,32
	>1000	Media <i>Dev. std.</i>	0,00 0,00	- -	- -	- -	- -	- -	- -	- -	- -	0,00 0,00
	Totale	Media <i>Dev. std.</i>	0,07 0,24	0,11 0,25	0,05 0,10	0,03 0,04	0,05 -	0,03 0,04	0,01 -	0,06 0,09	0,01 0,00	0,08 0,21
	Totale		0,11	0,13	0,03	0,29	0,14	0,30	0,02	0,07	0,02	0,10
2011		0,32	0,32	0,07	0,49	0,13	0,45	0,03	0,10	0,03	0,29	

care che aumentando i livelli intermedi l'investimento della holding diminuisce in progressione geometrica.

Ciò premesso, come possiamo osservare nella [Tabella 5](#), in Italia la media dei rapporti, tra capitale delle minoranze ( $E_m$ ) e capitale della maggioranza ( $E_M$ ), risulta estremamente modesta, pari all'8%. Sembra pertanto potersi escludere, almeno all'interno dell'area di consolidamento un significativo effetto leva azionaria, ovvero l'utilizzo di significative risorse attinte dalle minoranze per finanziare i gruppi.

Dalla l'analisi mediante Tau di Kendal emerge comunque una prevedibile significativa correlazione ( $p < 0,01$ ) positiva (0,237) tra numero delle controllate e leva azionaria

escludere, almeno all'interno dell'area di consolidamento, che vi sia quel "modello italiano" spesso citato, caratterizzato da esigue maggioranze che dominano ampie e divise minoranze.

Sempre coerente con il modello renano appare il basso ricorso alla raccolta diretta di capitale di terzi mediante lo strumento del prestito obbligazionario. Prendendo a riferimento l'insieme dei debiti del gruppo l'importo dei prestiti obbligazionari risulta essere in media il 10% per il 2016 (mediana 0 e deviazione standard 0,13) e del 6% per il 2011 (mediana 0 e deviazione standard 0,19)

**Tabella 6: Confronto  $ROE_m$ - $ROE_M$**

		POSSESSO A MONTE								Σ az. ril. <50%	non ind.	Totale
		(1)>50%	(1+2)>50%	(1+...+3)>50%	(1+...+4)>50%	(1+...+5)>50%	(1+...+6)>50%	(1+...+7)>50%				
POSSESSO A VALLE	1-5	ROEm>ROEM	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
		ROEm<ROEM	4	9	2	1	-	-	-	2	1	19
	6-10	ROEm>ROEM	1	4	2	-	-	-	-	1	-	8
		ROEm<ROEM	13	3	1	1	1	-	-	-	-	19
	11-25	ROEm>ROEM	6	4	1	-	-	-	-	2	-	13
		ROEm<ROEM	10	4	2	3	-	1	-	4	1	25
	26-50	ROEm>ROEM	3	4	-	2	-	-	-	-	-	9
		ROEm<ROEM	9	6	1	2	-	1	-	-	-	19
	51-100	ROEm>ROEM	4	-	1	-	-	-	-	1	-	6
		ROEm<ROEM	13	3	-	1	-	-	-	1	1	19
	101-500	ROEm>ROEM	9	-	-	-	-	-	1	2	-	12
		ROEm<ROEM	17	1	1	1	-	-	-	-	-	20
	501-1000	ROEm>ROEM	1	-	-	-	-	-	-	-	-	1
		ROEm<ROEM	2	-	-	-	-	-	-	-	-	2
	>1000	ROEm>ROEM	1	-	-	-	-	-	-	-	-	1
		ROEm<ROEM	1	-	-	-	-	-	-	-	-	1
	Totale	ROEm>ROEM	25	12	4	2	-	-	1	6	-	50
		ROEm<ROEM	69	26	7	9	1	2	-	7	3	124
	Totale gruppi		94	38	11	11	1	2	1	13	3	174
	2016	ROEm<ROEM	27%	32%	36%	18%	0%	0%	100%	46%	0%	29%
2011	ROEm<ROEM	25%	43%	20%	50%	0%	50%	100%	33%	33%	31%	

In termini complessivi osserviamo come, su un netto investito nel gruppo di 1,08 ( $E_G = E_M + E_m$ ), mentre la maggioranza in media apporta 1 ( $E_M$ ), le minoranze in media apportano solo 0,08 ( $E_m$ ).

Altro dato significativo è poi la deviazione rilevata all'interno del campione (0,21), la quale indica che vi è attorno al dato medio una forte disomogeneità e, quindi, la presenza di molteplici tipologie di strutture finanziarie. Esistono cioè, strutture dove il ricorso al capitale di minoranza per finanziare il gruppo appare rilevante. A fronte di queste vi sono però altrettanti gruppi che non ricorrono al mercato azionario e identificano fondamentalmente il loro "capitale di rischio" nel capitale investito dai soci del capogruppo.

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

Al fine di testare ulteriormente la tesi di una prevalente logica predatoria delle maggioranze ai danni delle minoranze, secondo la quale si tenderebbe ad espropriare queste ultime mediante il cosiddetto "tunneling" abbiamo poi confrontato la remunerazione delle minoranze ( $ROE_m$ ) rilevata come rapporto tra gli utili attribuiti alle minoranze e il capitale da queste investito con la remunerazione della maggioranza ( $ROE_M$ ) letta come rapporto tra gli utili della capogruppo e il netto da questa investito. ([Tabella 6](#)).

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

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

Come possiamo osservare, su 174 gruppi 124, ovvero il 71%, attribuiscono alle minoranze un ROE<sub>m</sub> superiore al ROE<sub>M</sub> della maggioranza. Solo per il 29% si ha un rendimento assegnato alle minoranze minore di quello assegnato alla maggioranza.

ranze, i cui interessi vengono poi, oltretutto, lesi da politiche di tunneling e sotto-remunerazioni, che avvantaggiano la maggioranza.

Resta tuttavia da chiarire la funzione che tali strutture, così diffuse nel nostro paese, svolgono in

**Tabella 7: Distribuzione D<sub>G</sub>/E<sub>G</sub>**

		POSSESSO A MONTE										
		(1)>50%	(1+2)>50%	(1+...+3)>50%	(1+...+4)>50%	(1+...+5)>50%	(1+...+6)>50%	(1+...+7)>50%	Σ az. ril. <50%	non ind.	Totale	
POSSESSO A VALLE	1-5	Media Dev. std.	0,87 0,65	2,34 1,68	3,13 3,19	1,49 -	- -	- -	- 1,24	0,80	1,87	
									1,02	-	1,61	
	6-10	Media Dev. std.	7,39 13,71	1,72 1,44	0,63 0,29	1,66 -	0,50 -	- -	- -	2,28	4,51	
									-	-	10,19	
	11-25	Media Dev. std.	1,52 0,83	2,98 2,87	4,27 2,18	1,26 0,64	- -	0,38 .	- -	2,68 2,06	1,31	2,17
										-	-	1,90
	26-50	Media Dev. std.	1,58 0,54	1,78 0,89	0,21 -	2,33 1,34	- -	0,57 -	- -	0,00 0,00	0,00	1,67
										-	-	0,88
	51-100	Media Dev. std.	1,58 0,84	1,94 1,84	1,97 -	6,27 -	- -	- -	- -	2,68 0,48	0,33	1,86
										-	-	1,33
	101-500	Media Dev. std.	3,09 3,75	1,19 -	2,34 -	3,59 -	- -	- -	1,04 -	2,39 1,27	-	2,91
										-	-	3,42
	501-1000	Media Dev. std.	3,30 1,23	- -	- -	- -	- -	- -	- -	- -	-	3,30
										-	-	1,23
>1000	Media Dev. std.	1,64 0,37	- -	-	1,64							
									-	-	0,37	
Totale 2016	Media Dev. std.	2,88 5,87	2,15 1,77	2,32 2,14	2,37 1,67	0,50 -	0,47 0,13	1,04 -	2,38 1,51	0,81 0,49	2,53 4,48	

Il dato sembra quindi contraddire l'ipotesi di una sistematica sotto-remunerazione delle minoranze.

L'analisi precedente, come detto, porta a nostro avviso ad escludere che in Italia vi sia un utilizzo dei gruppi finalizzato ad una sistematica strategia di raccolta di risorse finanziarie da vaste e frazionate mino-

favore degli interessi dei proprietari. Per far ciò dobbiamo iniziare ad indagare le altre fonti di finanziamento del gruppo, ovvero il suo indebitamento. Riproponiamo quindi il medesimo modello di analisi confrontando (Tabella 7) per i 174 gruppi del campione, il rapporto esistente tra i finanziamenti esterni

**Tabella 8: Distribuzione D<sub>G</sub>/E<sub>M</sub>**

		POSSESSO A MONTE										
		(1)>50%	(1+2)>50%	(1+...+3)>50%	(1+...+4)>50%	(1+...+5)>50%	(1+...+6)>50%	(1+...+7)>50%	Σ az. ril. <50%	non ind.	Totale	
POSSESSO A VALLE	1-5	Media Dev. std.	0,96 0,72	2,36 1,71	3,13 3,19	1,49 -	- -	- -	- 1,24	0,82	1,90	
									1,02	-	1,62	
	6-10	Media Dev. std.	7,43 13,70	2,03 2,03	0,69 0,35	1,67 -	0,52 -	- -	- -	2,28	4,62	
									-	-	10,19	
	11-25	Media Dev. std.	1,60 0,98	3,01 2,86	4,32 2,14	1,26 0,64	- -	0,38 -	- -	2,88 2,50	1,31	2,25
										-	-	1,99
	26-50	Media Dev. std.	1,60 0,56	1,96 0,97	0,21 -	2,47 1,40	- -	0,60 -	- -	- -	0,00	1,77
										-	-	0,95
	51-100	Media Dev. std.	1,77 0,99	2,94 3,14	2,42 -	6,56 -	- -	- -	- -	3,30 0,66	0,33	2,19
										-	-	1,65
	101-500	Media Dev. std.	3,24 3,78	2,79 -	2,40 -	3,64 -	- -	- -	1,05 -	2,61 1,50	-	3,11
										-	-	3,43
	501-1000	Media Dev. std.	3,95 0,91	0,00 0,00	0,00 0,00	0,00 0,00	- -	- -	- -	- -	-	3,95
										-	-	0,91
>1000	Media Dev. std.	1,64 0,37	0,00 0,00	0,00 0,00	0,00 0,00	- -	- -	- -	- -	-	1,64	
									-	-	0,37	
Totale 2016	Media Dev. std.	3,00 5,88	2,39 1,95	2,39 2,13	2,46 1,75	0,52 -	0,49 0,16	1,05 -	2,61 1,83	0,82 0,49	2,67 4,51	
Totale 2011	Media Dev. std.	2,47 2,01	2,88 2,79	2,22 1,45	6,16 7,76	3,02 1,54	1,58 0,67	1,58 0,71	2,59 2,17	2,63 1,66	2,54 2,24	

( $D_G$ ) e il capitale investito dalla maggioranza ( $E_G$ ).

Risulta subito evidente che in questo caso la leva è molto più alta. Pur in presenza di enormi deviazioni standard (la quale conferma la presenza, nelle strutture finanziarie, di equilibri molto diversificati), questa in media arriva a 2,53. In altri termini, per ogni euro investito dalla maggioranza, il gruppo raccoglie 2,53 euro a titolo di indebitamento. Non risultano correlazioni significative e tale risultato risulta omogeneo sia al cambiare della struttura interna al gruppo, sia al

2011 (2,54).

La **Tabella 9** sintetizza la struttura finanziaria rilevata per il campione esaminato rispetto al dato medio ponderato complessivo.

Riporta in primo luogo le leve sul capitale della capogruppo, ovvero, rispetto all'insieme delle risorse investite nel gruppo (" $TA_G$ ", "total assets"), come queste risultano mediamente finanziate (capitale della maggioranza, della minoranza, indebitamento).  $TA_G$  corrisponde quindi alla somma tra:

**Tabella 9: Leve**

LEVE	2016	2011
$E_M/E_M$	1	1
$E_m/E_M$	0,08	0,10
$D_G/E_M$	2,67	2,54
$TA_G/E_M$	3,75	3,64

**Tabella 10: Struttura finanziaria**

2016			2011		
INVESTIMENTI	FINANZIAMENTI		INVESTIMENTI	FINANZIAMENTI	
	$E_M/TA_G$	26,67		$E_M/TA_G$	27,48
$TA_G/TA_G$	$E_m/TA_G$	2,13	$TA_G/TA_G$	$E_m/TA_G$	2,74
	$D_G/TA_G$	71,2		$D_G/TA_G$	69,78
$TA_G/TA_G$	$(E_M+E_m+E_m)/TA_G$	100	$TA_G/TA_G$	$(E_M+E_m+E_m)/TA_G$	100

cambiare della struttura proprietaria.

La **Tabella 8** espone invece il rapporto tra i debiti ( $D_G$ ) e il solo capitale di maggioranza ( $E_G$ ) risultante dai bilanci consolidati. Data la modesta della maggioranza leva sul capitale delle minoranze ( $E_m/E_M$ ) che, come visto, è pari in media a solo 0,08 il risultato complessivo risulta essere di poco superiore (2,67), leggermente cresciuto rispetto a quello rilevato per il

- la leva che il capitale investito dalla maggioranza ( $E_M$ ) ha rispetto a se stesso (quindi "1");
- la leva che il capitale investito dalla minoranza ( $E_m$ ) ha rispetto al capitale investito dalla maggioranza (come visto 0,08);
- la leva che il capitale apportato dai creditori ( $D_G$ ) ha rispetto al capitale investito dalla maggioranza (come visto 2,67).

**Tabella 11: Distribuzione  $D_H/E_H$**

		POSSESSO A MONTE									
		(1)>50%	(1+2)>50%	(1+...+3)>50%	(1+...+4)>50%	(1+...+5)>50%	(1+...+6)>50%	(1+...+7)>50%	$\Sigma$ az. ril. <50%	non ind.	Totale
POSSESSO A VALLE	1-5	Media 0,68	1,62	2,97	0,49	-	-	-	1,12	0,61	1,40
		Dev. std. 0,51	1,66	2,96	-	-	-	-	1,29	-	1,53
	6-10	Media 4,17	1,20	0,44	1,81	0,65	-	-	2,05	-	2,69
		Dev. std. 8,28	0,80	0,20	-	-	-	-	-	-	6,08
	11-25	Media 1,10	3,01	2,31	1,30	-	0,18	-	1,41	1,36	1,64
		Dev. std. 0,90	2,34	0,88	1,09	-	-	-	1,38	-	1,54
	26-50	Media 1,35	1,25	0,22	1,32	-	0,15	-	0,00	0,00	1,23
		Dev. std. 0,58	0,92	-	0,55	-	-	-	0,00	0,00	0,74
	51-100	Media 1,02	0,33	2,25	15,68	-	-	-	1,77	0,36	1,60
		Dev. std. 0,91	0,37	-	-	-	-	-	1,41	-	3,07
	101-500	Media 1,99	0,20	1,33	3,87	-	-	1,12	1,13	-	1,89
		Dev. std. 1,96	-	-	-	-	-	-	0,16	-	1,85
	501-1000	Media 1,51	-	-	-	-	-	0,00	0,00	-	1,51
		Dev. std. 0,42	-	-	-	-	-	0,00	0,00	-	0,42
	>1000	Media 2,38	-	-	-	-	-	0,00	0,00	-	2,38
		Dev. std. 0,86	-	-	-	-	-	0,00	0,00	-	0,86
Totale 2016	Media 1,84	1,60	1,64	2,82	0,65	0,16	1,12	1,43	0,77	1,76	
	Dev. std. 3,48	1,62	1,49	4,38	-	0,02	-	1,09	0,52	2,92	
Totale 2011	Media 1,58	1,77	1,33	5,28	1,86	0,98	0,74	1,79	1,21	1,67	
	Dev. std. 2,75	1,97	1,12	7,06	0,62	0,67	0,68	2,51	0,81	2,62	

Rispetto al 2011 osserviamo che la leva complessiva sul capitale di maggioranza ( $TA_G/E_M$ ) è leggermente cresciuta (da 3,64 a 3,75) come risultato di un effetto composito che vede la riduzione della leva sulle minoranze ( $E_m/E_M$  da 0,10 a 0,08) e un incremento della leva sull'indebitamento ( $E_G/E_M$  da 2,54 a 2,67).

Quindi (Tabella 10), se poniamo pari a 100 l'insieme degli investimenti ( $TA_G$ ), mediamente la maggioranza ( $E_M/TA_G$ ) apporta il 26,66%; la minoranza ( $E_m/TA_G$ ) il 2,13% e i creditori ( $D_G/TA_G$ ) il 71,20% contro dei valori, rispettivamente del 27,48, 2,74 e 69,78 rilevati per il 2011.

Questi valori medi, pur nella loro sintesi, pongono a nostro avviso in luce una possibile spiegazione all'impiego dei gruppi nel nostro paese, almeno per quanto attiene al perimetro di consolidamento:

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

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

Il mercato delle risorse finanziarie è quasi esclusivamente costituito da banche ed altre istituzioni finanziarie. La struttura di gruppo sembra così consentire una migliore gestione della struttura finanziaria.

La riprova, a nostro avviso, è leggibile dall'analisi del coefficiente di indebitamento delle holding riportato in Tabella 11.

Come possiamo osservare, qui il dato medio scende considerevolmente dimezzandosi. Indicando infatti con  $D_H$  i debiti risultanti dal bilancio della controllante, di cui, quindi, questa è giuridicamente garante e responsabile, e con  $E_H$  il "capitale di rischio" relativo a detto debito, il coefficiente di indebitamento ( $D_H/E_H$ ) risulta pari a 1,76 contro il valore di 2,53 ottenuto dal rapporto  $D_G/E_G$  (ovvero dell'intero indebitamento del gruppo all'intero capitale di rischio del gruppo ( $E_M+E_m$ ) e 2,67 ottenuto dal rapporto  $D_G/E_M$ .

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

## 6 – Conclusioni

L'analisi delle holding quotate alla Borsa Valori di Milano al 2016, delinea quindi un quadro abbastanza nitido.

In primo luogo la struttura di controllo "a monte" delle holding risulta essere estremamente concentrata, tanto che solo una piccola parte appare con flottanti significativi. Ben il 54,89% del campione esaminato è infatti controllata da un solo azionista e l'87,66% è controllata sommando al più le quote dei primi sette azionisti. Prendendo a riferimento la situazione al 2011 tale distribuzione appare non essere cambiata sostanzialmente negli ultimi cinque anni.

La struttura di controllo "a valle" della holding, cioè il numero delle controllate risulta invece più distribuito rispetto al 2011.

L'analisi dei bilanci consolidati ci ha consentito di verificare che, almeno entro l'area di consolidamento, l'utilizzo del capitale di minoranza  $E_m$  è modesto (attestandosi in media attorno all'8%) e ben remunerato (nel 71% dei casi il ROE della minoranza  $ROE_m$  è superiore a quello della maggioranza  $ROE_M$ ). Dunque in media minoranze che apportano poche risorse e ben retribuite. Un quadro che si discosta da

**Tabella 12: Confronto tra la struttura finanziaria dei gruppi e delle holding**

2016	GRUPPO		HOLDING		DIFFERENZA
	$E_M/E_M$	1,00	$E_H/E_H$	1,00	0
	$E_m/E_M$	0,08			0,08
	$D_G/E_M$	2,67	$D_H/E_H$	1,76	0,91
	$TA_G/E_M$	3,75	$TA_H/E_H$	2,76	0,99

2011	GRUPPO		HOLDING		DIFFERENZA
	$E_M/E_M$	1,00	$E_H/E_H$	1,00	0
	$E_m/E_M$	0,10			0,10
	$D_G/E_M$	2,54	$D_H/E_H$	1,67	0,87
	$TA_G/E_M$	3,64	$TA_H/E_H$	2,67	0,97

quello spesso descritto come caratteristico del nostro paese, dove piccole maggioranze, attraverso strutture piramidali e strategie di tunneling esproprierebbero ampie ma frazionate minoranze.

Ma l'analisi consente, a nostro avviso, non solo di rigettare almeno entro il perimetro di consolidamento l'ipotesi predatoria ma anche di formulare una diversa ipotesi circa le ragioni del successo della struttura di gruppo nel nostro paese.

Queste possono essere espresso esaminando i dati di sintesi esposti nella [Tabella 12](#).

Possiamo così osservare che per il 2016 (analoghi evidenze sono riscontrate nel 2011), mentre il coefficiente di indebitamento a livello di gruppo è pari a 2,67, a livello di sola holding risulta invece pari solo a 1,76. Ridotto è invece il peso delle minoranze nell'apporto di mezzi finanziari, pari a 0,8.

Così, ponendo che il netto consolidato di speranza della capogruppo sia comunemente un'approssimazione del netto della capogruppo risultante dal bilancio separato (cioè,  $E_M \cong E_{\text{Holding}}$ ), ciò che colpisce è l'effetto della leva finanziaria rispetto alla leva azionaria. Infatti, nel passaggio alla struttura di gruppo, una leva sul capitale delle minoranze di un trascurabile 0,08 porta ad un incremento delle risorse di terzi di 0,91. Evidentemente, quindi, il gruppo tende a relegare l'indebitamento nei livelli inferiori della struttura, preservando dai relativi rischi il capitale di controllo conferito nella holding quotata.

## Bibliografia

Airoldi G., Minichilli A., Zattoni A., Zona F. (2010), *Gli assetti istituzionali delle imprese: risultati e prospettive di ricerca*, in Airoldi G., Brunetti, G., Corbetta, G., e Invernizzi, G. (eds.), "Economia Aziendale & Management: Scritti in onore di Vittorio Coda", Milano, Università Bocconi Editore.

Albert M (1992), *Nel confronto fra economia vince il modello renano*, in "Il Mulino", 1992, pp. 18-30.

Albert M. (1989), *Capitalismo contro capitalismo*, in "Il Mulino", 1989.

Albert M. (1991), *L'economia dopo la fine della storia*, in "Il Mulino", pp. 14-20.

Albert M. (2001), *Capitalismo contro capitalismo: Dieci anni dopo*, in "Il Mulino", pp. 383-395.

Albert M., (1999) *Il capitalismo europeo nel quadro della mondializzazione: convergenze e differenze*, in "Europa Europe", pp. 69-81.

Aleotti A. (1990), *Borsa e industria. 1861-1989: cento anni di rapporti difficili*, Milano, Edizioni Comunità.

Allen F. Chui M.K. e Maddaloni A. (2004), *Financial Systems in Europe, the USA, and Asia*, in "Oxford Review of Economic Policy", Vol. 20, n. 4, pp. 490-508.

Allen F., Quian J. e Quian M. (2007) *China's Financial System: Past, Present and Future* in "Wharton Financial Institute Center, Working Paper n. 05-17,

Almeida H. e Wolfenzon D. (2004), *A Theory of Pyramidal Ownership and Family Business Groups*, in "Journal of Finance", Vol. 61 December, pp. 2637-2681.

Amaduzzi A. (1978), *L'azienda nel suo sistema e nell'ordine delle sue rilevazioni*, UTET.

Bany-Ariffin A.N., Mat Nor F. e McGowan C.B. (2010) *Pyramidal structure, firm capital structure exploitation and ultimate owners' dominance*, in "International Review of Financial Analysis", Vol. 19, pp. 151-164.

Barca F. (a cura di) (1997), *Storia del capitalismo italiano*, Roma, Donzelli.

Bebchuk L.A., Kraakman R, e Triantis G. G. (2000) *Stock Pyramids, Cross-Ownership, and Dual Class Equity - The Mechanisms and Agency Costs of Separating Control from Cash-Flow Rights in Concentrated Corporate Ownership*, Chicago, University of Chicago Press.

Becattini G. (1989), *Distretti industriali e made in Italy: le basi socioculturali del nostro sviluppo economico*, Milano, Egea.

Berle A., G. Means (1932), *The Modern Corporation and Private Property*, New York, Transaction Publishers.

Bianchi M., Bianco M., e Enriques L. (2001), *Pyramidal Groups and the Separation between Ownership and Control in Italy*, in F. Barca, F. e M. Becht (a cura di), *The Control of Corporate Europe*, Oxford, Oxford University Press.

Bianchi M., M. Bianco (2006), *Italian corporate governance in the last 15 years. From pyramids to coalitions?*, in "ECGI Finance Working Papers", n. 144.

Bianco M. e Nicodano G., (2006), *Pyramidal groups and debt*, in "European Economic Review", Vol. 50, pp. 937-961.

Bianco, M. (1993), *Il controllo nella public company*, in "Temi di Discussione della Banca d'Italia" n. 195.

Brandt L. Rawski (2008), *China's Great Economic Transformation*, Cambridge University Press.

Brioschi F., L. Buzzacchi, M.G. Colombo (1990) *Gruppi di imprese e mercato finanziario: La struttura di potere nell'industria italiana*, Roma, La nuova Italia Scientifica.

Brunetti G., Coda V. e Favotto F., (1990) *Analisi, previsioni, simulazioni economico-finanziarie d'impresa*. Etas

Caramiello C. (1993), *Indici di bilancio: strumenti per l'analisi della gestione aziendale*, Ipsoa.

- Cattaneo M., *Analisi finanziaria e di bilancio. Teoria e tecnica nella concessione del credito*, Milano, Etas, 1973.
- Ceccherelli A. (1968), *Il linguaggio dei bilanci*, Le Monnier.
- Cecchi M. (2014) *Struttura proprietaria e struttura finanziaria nei gruppi quotati italiani*, in "L'industria" 2/2014, pp. 267-292.
- Cheffins, B.R. (1999), *Current trends in corporate governance: Going from London to Milan via Toronto*, *Duke Journal of Comparative and International Law*, 10, 1, (trad. it., *Tendenze attuali di corporate governance: da Londra a Milano, via Toronto*, Giurisprudenza Commerciale, 28, 2).
- Claessens S., Djankov S., Lang L. H.P (2000), *The separation of ownership and control in East Asian Corporation*, in "Journal of Financial Economics" 58, pp. 81-112.
- Coda V. (1991), *Le analisi di bilancio ai fini di valutazione strategica dell'impresa*, In "Studi in onore di Ubaldo de Dominicis", Lindt.
- Coda V., Brunetti G. e Bergamin Barbato M. (1974), *Indici di bilancio e flussi finanziari*, Etas, 1974.
- Coffee, J. C. (2001), *The Rise of Dispersed Ownership: The Role of Law in the Separation of Ownership and Control*, *Yale Law Journal*, vol. 111.
- Conti G. e Modiano P. (2012), *Problemi dei paesi a sviluppo tardivo in Europa: riflessioni sul caso italiano*, in "L'industria" 2/2012, pp. 221-236.
- Dezzani F., Ferrero G., Pisoni P. e Puddu L. (2003), *Le analisi di bilancio. Indici e flussi*, Giuffrè.
- Du, J. e Y. Dai (2004), *Ultimate corporate ownership structure and capital structure: Evidence from East Asia*, in "Chinese University of Hong Kong, Working Paper No. 13".
- Faccio M. e Lang L. (2002), *The Ultimate Ownership of Western European Corporations*, in "Journal of Financial Economics", Vol. 65, pp. 365-395.
- Friend I. e L. Lang, (1988), *An empirical test of the impact of managerial self-interest on corporate capital structure*, in "Journal of Finance", Vol. 43 pp.271-81.
- Galbraith J.K., (1967) *New industrial state*, Boston, Houghton Mifflin.
- Gerschenkron, A. (1962), *Economic Backwardness in Historical Perspective*, Cambridge, Harvard University Press, (trad. it., *Il problema storico dell'arretratezza economica*, Torino, Einaudi, 1965).
- Jensen M.C. (1986), *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*, *American Economic Review*, Vol. 76, pp. 323-329.
- La Porta R., Lopez de Silanes F., Shleifer A. e Vishny R. (1997), *The Legal Determinants of External Finance*, in "Journal of Finance", Vol. 52, pp. 1131-1150.
- La Porta R., Lopez de Silanes, F. e Shleifer A. (2008), *The Economic Consequences of Legal Origins*, in "Journal of Economic Literature", pp 285-332.
- La Porta R., Lopez de-Silanes F., Shleifer A. (1999) *Corporate Ownership Around the World*, in "Journal of Finance" n 54, pp. 471-517
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer A., e R. Vishny, (1998), *Law and finance*, in "Journal of Political Economy", Vol. 106, pp. 1113-1155.
- Lemmon M. e Lins K. (2003), *Ownership Structure, Corporate Governance and Firm Value: Evidence from the East Asian Financial Crisis*, in "Journal of Finance", Vol. 58, pp. 1445-1468.
- Levine R. (2002), *Bank-based or Market-based Financial Systems: Which is Better?*, in "Journal of Financial Intermediation", 11, 398-428.
- Maltese G. (1987), *La leva finanziaria: strumento di gestione dell'impresa*, in "Economia a credito" n. 2.
- Marris R. (1964), *The Economic Theory of 'Managerial' Capitalism*, New York, Free Press of Glencoe.
- Masi V. (1965), *Analisi finanziarie e reddituali nelle imprese*, Faigliano Nicola Milano Edit.
- Mella P. (1980), *Indici di rendimento e di produttività*, GJES edizioni.
- Mengoli S., Sapienza E. (2005), *L'evoluzione degli assetti proprietari delle società quotate italiane*, in "Finanza Marketing e Produzione", n°2
- Micossi S. (2006) *L'impresa tra dirigismo e mercato* in "Rivista di politica Economica", Luglio Agosto
- Montrone A. (1995), *Il bilancio consolidato per l'analisi economico-finanziaria del gruppo aziendale*, Lint.
- Pagano, M. (1989), *Trading Volume and Asset Liquidity*, in "Quarterly Journal of Economics", Vol. CIV, 2.
- Pagano, M. e Volpin P. (2001), *The political economy of finance*, in "Oxford Review of Economic Policy", Vol. 17 n.4.
- Perotti, E.C. e von Thadden E.(2003), *The political economy of bank and equity dominance*, CEPR Discussion Paper n.14.
- Polsi, A. (1993), *Alle origini del capitalismo italiano. Stato, banche e banchieri dopo l'Unità*, Torino, Einaudi.
- Prodi R. (1991), *C'è un posto per l'Italia tra i due capitalismo*, in "Il Mulino", gennaio-febbraio 1991.
- Rajan R.G., Zingales L. (2003) *The great reversal: the politics of financial development in the twentieth century*, in "Journal of Financial Economics", 69 5-50.
- Rin, M. e Hellmann, T. (2000), *Banks as Catalysts for*

- Industrialization*, in “Financial Markets Group, London School of Economics”, Discussion paper n. 343.
- Riparbelli A. (1965), *Analisi finanziarie e reddituali nelle imprese*, in “Rivista Italiana di Ragioneria”, n. 11-12.
- Roe, M. J. (2000), *Political Preconditions To Separating Ownership from Corporate Control*, in “Stanford Law Review”, 52, pp.539-605.
- Rydquist K. (1992), *Dual class shares: A review* in “Oxford Review of Economic Policy”, pp. 45–57.
- S.J. Grossman, O.D. Hart (1988), *One share–one vote and the market for corporate control* in “Journal of Financial Economics”, 20, pp. 175–202
- Sapelli G. (1993), *Sul capitalismo italiano*, Milano, Feltrinelli.
- Shleifer A. e R. Vishny (1997), *A Survey of Corporate Governance*, “Journal of Finance”, Vol. 52, pp. 737-783.
- Siciliano G. (2001), *Cento anni di borsa in Italia*, Bologna, Il Mulino.
- Spaventa L. (2001), *Governo societario e assetti proprietari. Nota su un teorema non dimostrato*, in “Intervento tenuto al XVI Convegno di studio: Problemi attuali di diritto e procedura civile” n. 16 pp 39-50,- Centro Nazionale di Prevenzione e Difesa sociale-Courmayeur-, 28 settembre 2001
- Traù F. (1999), *La “questione dimensionale” nell’industria italiana*, Bologna, Il Mulino.
- Zattoni A. (2006), *Assetti proprietari e corporate governance*, Milano, Egea.
- Zattoni A., F. Cuomo (2010), *Le determinanti e le implicazioni dei meccanismi volti a separare i diritti di voto dai diritti ai flussi di cassa: un’analisi empirica in 5 paesi europei*, in Fortuna F. , *La corporate governance nell’esperienza nazionale e internazionale. Aspetti comparativi e profili evolutivi*, Bologna, Il Mulino, p. 307-328.