



UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA
DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI
"M.FANNO"

CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA E MANAGEMENT

PROVA FINALE

GOVERNANCE ED INTERNAZIONALIZZAZIONE:
Analisi di società venete con partecipazioni estere

RELATORE:

CH.MO PROF. ANTONIO PARBONETTI

LAUREANDO: LUCA FAVERO
MATRICOLA N. 1066250

ANNO ACCADEMICO 2015 – 2016

SOMMARIO

INTRODUZIONE	5
1 GOVERNANCE	7
1.1.1 Sistema tradizionale	7
1.1.2 Sistema dualistico	8
1.1.3 Sistema monistico	9
1.2 CORPORATE GOVERNANCE NELLE SOCIETA' VENETE	10
2 CAPITALE DI FINANZIAMENTO	13
2.1.1 Passività e Patrimonio Netto	13
2.1.2 Teoria di Modigliani-Miller	15
2.2 STRUTTURA FINANZIARIA NELLE SOCIETA' VENETE	18
3 PARTECIPAZIONI ED AZIONARIATO	23
3.1.1 Partecipazioni sociali	24
3.1.2 Azioni	27
3.2 PARTECIPAZIONI ED AZIONARIATO NELLE SOCIETA' VENETE	29
4 CONCLUSIONI	39
BIBLIOGRAFIA	41
TABELLE DATI	43

INTRODUZIONE

Sin dall'antichità l'uomo ha manifestato una propensione verso ciò che si estende al di là dei suoi confini conoscitivi, dalla scoperta dell'America all'era del colonialismo, e prima ancora con i vasti Imperi.

In particolare, l'indole alla scoperta di nuovi mercati e nuovi prodotti ha intensificato i rapporti commerciali sino a creare vere e proprie reti di commercio tra realtà differenti.

La venuta della Globalizzazione ha poi dato un notevole contributo, grazie anche allo sviluppo delle tecnologie ed infrastrutture, permettendo in tutti le case del mondo di stappare una bottiglia di Coca Cola o di assaggiare pietanze etniche di paesi dall'altra parte del mondo.

Una visione all'Internazionalizzazione è da sempre stimolo per la nascita e sviluppo di moltissime attività imprenditoriali, con la possibilità di accedere a mercati nuovi e competitivi o di nicchia.

Questa visione globale è stata motore di ampia crescita per moltissimi paesi emergenti (BRIC) che hanno visto, in pochi decenni, una crescita davvero impressionante grazie agli investimenti esteri di multinazionali già sviluppate che hanno trovato terreno fertile in località ove tassazione agevolata e manodopera a basso costo poco specializzata hanno permesso uno sviluppo senza precedenti, sia per la multinazionale sia per la realtà locale. Escludendo le numerose situazioni di sfruttamento della manodopera nei paesi in via di sviluppo, abbiamo situazioni in cui la delocalizzazione in queste zone del mondo ha generato un effetto positivo sulle economie locali, attraverso l'alto tasso di occupazione e salari accettabili, generando una classe operaia e specializzata e terreno fertile per ulteriori investimenti.

Le Tigri Asiatiche si sviluppano proprio in questo contesto di apertura globale. Esse hanno avuto un ruolo chiave negli ultimi decenni proprio per la loro crescita enorme (negli anni 90 raggiunsero tassi di crescita inarrivabili per le economie occidentali di allora), facendo da causa ma anche da ammortizzatore alla crisi che scoppierà proprio verso la fine del Millennio.

La situazione attuale di questi Paesi è di avere un tasso di crescita rallentato, dando nuove prospettive a Paesi emergenti (Thailandia, Filippine,...) con conseguente delocalizzazione o investimento in tali paesi.

La situazione in Italia negli ultimi anni sta in parte rappresentando un'inversione di tendenza. Da predatori siamo divenuti prede delle società estere. Nonostante le recenti acquisizioni di numerosissime multinazionali italiane (dal mercato del lusso con Gucci, a Pirelli, Motta o Indesit), il Veneto dimostra una notevole capacità di mantenere una certa autonomia.

Oggetto della tesi è quindi lo studio di alcune variabili di un gruppo di società venete, con un accenno teorico e poi un approccio pratico per ogni variabile studiata, al fine di dare un'*istantanea* della loro situazione economico-finanziaria alla fine del 2015. In particolare, porrò l'accento sulla quantità di partecipazioni detenute all'estero per dare visione di un Veneto estremamente rivolto all'Internazionalizzazione, pur mantenendo piedi saldi sul proprio territorio attraverso sinergie e quote di azioni possedute di società locali.

Il campione studiato consta di 93 società di capitali iscritte in Banca Dati AIDA. I criteri selezionati sono i seguenti: anzitutto, le società sono S.p.A. o S.a.p.a. *attive* (non fallite o non in liquidazione) e quindi emittenti di azioni (quotate e non); hanno sede legale nella Regione Veneto e detengono almeno una partecipazione superiore al 25% in società estere (ciò non esclude comunque la presenza di quote inferiori a tale valore scelto arbitrariamente). Inoltre, i dati di Bilancio rilevati provengono dai bilanci non consolidati dell'impresa capo gruppo (per cui non si ha una situazione consuntiva che comprenda le partecipate).

La struttura della tesi prevede una suddivisione in macro capitoli (Governance, Capitale di Finanziamento e Partecipazioni ed Azionariato) e per ogni area macro, dei sotto capitoli con accenno alla teoria appresa dai libri universitari. Per ogni variabile si passa poi ad un approccio pratico alle società oggetto di studio, considerando le possibili cause e gli eventuali effetti. Si rende noto fin da ora come i dati siano riferiti ad annualità passate e quindi la situazione attuale possa in alcuni casi essere variata (si veda il caso BURGO GROUP SPA e la ristrutturazione del debito a pag. 19 di questo documento).

Come avremo modo di vedere, la Crisi degli anni '90 e l'avvento del Nuovo Millennio hanno dato una forte spinta all'Internazionalizzazione e alla ricerca di mercati nuovi ed inesplorati. Alla luce della recente crisi globale, si sta tornando ad una situazione di ritorno alle origini: la riscoperta delle tradizioni e della cultura locale come punto chiave per creare vantaggio competitivo contro una Globalizzazione sempre più incalzante e pericolosa, un ritorno al Paese di origine per le competenze e le capacità intrinseche ed innate e per dare spinta alla crescita occupazionale duramente colpita dalla competitività globale. Inoltre, si vuol dimostrare come la recente Crisi abbia cambiato le modalità di reperimento delle risorse finanziarie: dato il maggior rischio e tassi d'interesse più elevati, si osserva un maggior ricorso al finanziamento per apporto al capitale che per indebitamento. Le recenti manovre di politica monetaria adottate dalla BCE (si veda il *quantitative easing*) nascono proprio al fine di incrementare il ricorso al capitale di debito per molteplici effetti che verranno accennati in seguito (primo fra tutti la leva finanziaria)

1 GOVERNANCE

Funzionale all'esistenza delle società vi è, in sede di costituzione della stessa, una previsione dello statuto circa la struttura organizzativa che la società andrà ad assumere una volta in essere. La struttura organizzativa, meglio nota come *governance*, rappresenta un tassello importante nello studio delle società poiché è strettamente legata alle scelte che la stessa andrà ad effettuare nel relazionarsi con altri soggetti di diritto. Non solo, in base alla struttura scelta avremo differenti organi sociali che interagiranno in maniera diversa.

Vorrei dare una breve panoramica sui modelli giuridici più diffusi in Italia e successivamente osservarne in concreto gli effetti sulle società oggetto di studio.

1.1.1 Sistema tradizionale

Il sistema di governance tradizionale è quello più diffuso sul tessuto sociale italiano. Previsto nel Codice Civile sin dalla sua stesura nel '42, questo sistema di corporate governance ha maggiori affinità con le società tipiche del nostro territorio, merito forse della genesi delle stesse (solitamente ci troviamo di fronte a società fondate da famiglie tradizionali che espongono la tipica struttura del focolare domestico anche all'interno dell'organigramma aziendale), e della cultura stessa. Il sistema tradizionale infatti, prevede una tripartizione della governance nei tre organi sociali caratteristici:

- *Consiglio di amministrazione* o *amministratore unico* (organo amministrativo) è l'organo sociale incaricato di esercitare il diritto d'impresa.
- *Assemblea dei soci*, con competenze di decidere su materie inerenti l'organizzazione dell'assetto societario (nomina cariche degli altri organi sociali, approvazione del bilancio) e, attraverso la convocazione in ordinaria o straordinaria, prendere decisioni sulla vitalità stessa della società e sulle attività svolte dai delegati del CdA.
- *Collegio sindacale* con funzione di sindacare la correttezza della gestione societaria. Talvolta, se vi è previsione statutaria, può essere assegnato allo stesso anche la funzione di revisore contabile, purché la società non ricorra al mercato del capitale di rischio (sia cioè quotata). Nella prassi, la figura del

revisore legale viene attribuita a terzi (persone fisiche o giuridiche) legati con la società da rapporti professionali

In seguito all'approvazione del d.lgs. 58/1998 in materia di normazione del diritto societario per le sole società quotate, il Governo decise di riformare pure le società non quotate ma con un capitale diffuso tra il pubblico e i risparmiatori (Balzarini, P., 2003). Ciò avvenne gradualmente: prima attraverso la legge delega 366/2001 e poi con l'emanazione dei decreti legislativi nn. 5 e 6 del 2003 (Riforma Vietti). Tale riforma del diritto societario, oltre a semplificare enormemente la normativa in materia societaria, impose la necessità di introdurre due sistemi di amministrazione e controllo estranei al nostro ordinamento ma già ampiamente utilizzati e diffusi in Europa e nei maggiori Paesi Sviluppati: i modelli di corporate governance dualistico e monistico, che andrò brevemente ad esporre.

1.1.2 Sistema dualistico

Tale sistema, di importazione tedesca, consta di due organi sociali:

- *Consiglio di gestione*, con funzioni tipicamente di amministrazione (organo esclusivamente collegiale), viene nominato dal consiglio di sorveglianza;
- *Consiglio di sorveglianza*, accorpa in sé i poteri di controllo (collegio sindacale) e di decisione ordinaria, con controllo di merito sull'operato degli amministratori (assemblea sociale ordinaria).

Tale modello, se da un lato porta ad un accentramento di potere decisionale in mano al gruppo di controllo (Mirone, A., 2014), dall'altro dovrebbe assicurare una maggiore efficacia dei controlli sulla gestione, in quanto, coloro che esercitano potere decisionale in materia di nomina e revoca degli amministratori sono gli stessi ad esercitare potere di controllo tipico dei sindaci nelle società tradizionali. Altro coinvolgimento dell'interesse non proprietario nelle decisioni vitali della società e nell'interesse della totalità di *stakeholders* e *shareholders* è garantito pure dalla presenza nel consiglio di sorveglianza di rappresentanti sindacali dei lavoratori (*Mitbestimmung* o *Cogestione*)¹.

¹ Dal capitolo 3.2.3 - "La governance dell'azienda community: il modello Renano" tratto da "F. Favotto, S. Bozzolan, A. Parbonetti, *Economia Aziendale: Modelli, misure, casi* – McGraw-Hill, Milano 2012.

1.1.3 Sistema monistico

Sistema di origine anglosassone, “*si caratterizza invece per la presenza all’interno dell’organo amministrativo di un comitato per la gestione, composto da amministratori indipendenti, al quale sono affidate le principali funzioni assegnate nel sistema ordinario dal collegio sindacale*” (Mirone, A., 2014).

Nonostante un minor grado di indipendenza, il sistema monistico prevede una diretta partecipazione dei soggetti deputati al controllo delle decisioni gestionali all’amministrazione della società stessa.

Comune ai due sistemi alternativi introdotti per garantire una maggiore apertura all’Internazionalizzazione è la presenza di un revisore legale dei conti esterni (art. 2409-bis, co.3).

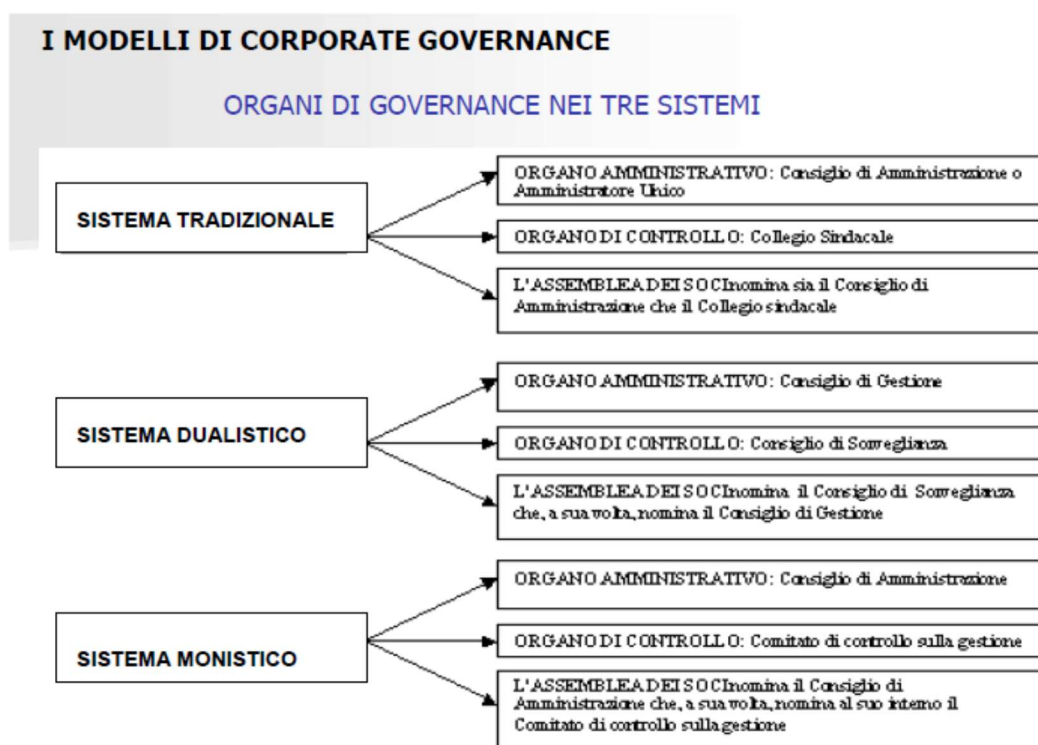


Fig.1 - “I modelli di corporate governance” di Luigi Migliavacca e Leonardo Cadeddu, Università degli Studi Di Pavia

1.2 CORPORATE GOVERNANCE NELLE SOCIETÀ VENETE

L'analisi del campione di società venete conferma quanto sostenuto in precedenza. Quasi la totalità delle società venete ha assunto una struttura tradizionale (98% della popolazione analizzata), mentre il restante 2% ha assunto un modello di tipo dualistico.

Questo enorme divario tra modelli di corporate governance assunti è da ricercarsi nelle radici della cultura veneta: la quasi totalità delle società infatti nasce come impresa familiare, per cui, in un'epoca in cui il sistema italiano era fortemente improntato al patriarcato, chi meglio del "paron" poteva prendere le decisioni e al contempo esercitarle? Rimane tuttavia una funzione esterna alle competenze dell'imprenditore, quindi assunta da terzi, quella di controllo sulla correttezza e sulla coerenza con il sistema giuridico italiano, in continua evoluzione. Il passaggio ad una forma societaria è comunque graduale, il desiderio di aumentare il proprio peso all'interno della rete di contatti tra imprese crea la necessità di adottare una struttura organizzativa in linea con l'evolversi dell'economia: la necessità di una maggiore tutela adottando forme societarie con autonomia patrimoniale e la volontà di poter contare su un patrimonio ben maggiore portano ad adottare la forma di società di capitali.

Col tempo, le decisioni vennero prese tenendo conto della maggioranza (assemblea dei soci), e le funzioni amministrative prese collegialmente o meno (amministratore unico) delegate a individui scelti (amministratori delegati, manager,...). Il capo famiglia rimane comunque a capo del CdA (chairman) nella maggior parte dei casi, dato questo forte legame tra la società ed il suo fondatore, mentre la restante composizione del consiglio di amministrazione viene occupata spesso dai familiari (pure soci della società), oppure, nelle società più grandi, da professionisti (anche non soci)².

Caratteristica intrinseca alla maggior parte delle società venete adottanti il modello tradizionale è quindi una forte presenza della proprietà (i soci sono perlopiù familiari) nelle decisioni di amministrazione, dato che la nomina e revoca degli amministratori rimane compito dell'assemblea convocata in sede ordinaria.

² Non è indispensabile la qualifica di socio per poter essere nominati amministratori, tuttavia, una previsione statutaria (secondo art. 2380-bis) può limitare l'eleggibilità ai soli soci.

Il modello dualistico rappresenta invece una scelta dettata dalla volontà di separare ulteriormente la proprietà dalle decisioni organizzative, per cui abbiamo una sorta di intermediazione tra proprietà e amministrazione attraverso la presenza del consiglio di sorveglianza. Quest'ultimo infatti, nominato dall'assemblea dei soci, avrà potere di controllo sulla legalità (tipica del collegio sindacale) e di merito (assemblea ordinaria) sul consiglio di gestione.

In particolare, osserviamo che le due società adottanti il modello dualistico (SIRMAN SPA e TESTI GROUP SPA) hanno nominato almeno tre membri (non soci)³ all'interno del comitato di sorveglianza, secondo previsione statutaria. La qualifica di non socio (ammissibile dal nostro ordinamento) comporta una minore ingerenza della proprietà sul controllo dell'operato degli amministratori.

Il sistema monistico è assente nel campione analizzato, determinando un trend coerente con la media nazionale. Secondo "I vantaggi del modello monistico" articolo di Valerio De Molli e Marco Visani, pubblicato ne "Il Sole 24 ore" il 05 Agosto 2015, "Le evidenze empiriche mostrano che, delle 244 società quotate in Italia a fine 2014, ben 238 (98%) adottano ancora il sistema tradizionale. [...] 4 le società che adottano il dualistico... e solo 2 quelle che hanno scelto il monistico".

Secondo quanto affermato da questo articolo, la scarsa propensione ai modelli alternativi deriva da una "diffusa lacuna conoscitiva dei modelli alternativi e alla naturale prudenza dell'azionista nello sperimentare sistemi lontani dalla prassi"; motivazioni che in qualche modo derivano da un sistema giuridico poco conoscibile e poco coinvolto nelle dinamiche delle società, nonché la mancanza di una disciplina normativa autonoma in materia con "conseguente tecnica dei rimandi al sistema tradizionale". Il sistema tradizionale, infatti, ha assunto un carattere residuale: *"...nel caso in cui lo statuto non formuli alcuna scelta in ordine al sistema d'amministrazione e controllo, o si prevedano (illegittimamente) modelli atipici non contemplati dal legislatore."* (Mirone, A., 2014).

Caratteristica non poco tralasciabile è la difficoltà nel confrontare le società che adottano un sistema tradizionale con società di altre economie avanzate che hanno adottato invece il sistema monistico o dualistico⁴. Quest'ultimo rappresenta un grosso ostacolo in un'economia

³ "Salvo che lo statuto non preveda un maggior numero, il consiglio di sorveglianza si compone di un numero di componenti, *anche non soci*, non inferiore a tre." Art. 2409-duodecies,co. 1

⁴ "Su 40 Paesi (i Paesi OCSE, più Argentina, Brasile, Cina, Hong Kong, Indonesia, Arabia Saudita e Singapore), che rappresentano nel complesso circa il 66% del PIL mondiale - ben 20 hanno optato per il sistema monistico come modello di riferimento (40% del PIL mondiale). I Paesi che hanno scelto esclusivamente il modello dualistico sono 7 (pari a circa il 16% del PIL globale). Sono 13 infine i Paesi che hanno cercato maggiore flessibilità, dando alle imprese la possibilità di adottare più modelli (monistico o dualistico): in particolare, solo Italia, Giappone e Portogallo hanno adottato sistemi ibridi e specifici solo del Paese stesso." DE MOLLI, V.,

fortemente rivolta all'Internazionalizzazione come quella delle società venete, in particolare se considerassimo l'accesso al mercato dei capitali. L'adozione di un sistema di governance coerente con le aspettative internazionali renderebbe il nostro Paese più attrattivo ad occhi di investitori esteri.

VISANI, M., 2015. I vantaggi del modello monistico. *Il Sole 24 ore*, 05 Ago. Disponibile su: <
<http://www.ilsole24ore.com/art/commenti-e-idee/2015-08-05/i-vantaggi-modello-monistico-063758.shtml?uuid=ACKmu8c>> [Data di accesso: 26/05/2016]

2 CAPITALE DI FINANZIAMENTO

Analizziamo ora un altro aspetto cruciale per la genesi di una società: il capitale di finanziamento.

Esso consta dell'intero ammontare a disposizione della società per lo svolgimento della sua attività intrinseca di creazione di valore economico (con scopo egoistico di distribuzione degli utili) e di sopravvivenza. Tale valore va a costituire l'insieme delle passività della società, a cui fanno da contrappeso le attività della società, gli impieghi di risorse finanziarie per realizzare l'oggetto sociale, la stessa ragion d'essere della società.

2.1.1 Passività e Patrimonio Netto

Il capitale di finanziamento può essere valutato sulla base di una diversa riclassificazione dello Stato Patrimoniale che ponga maggiore importanza alla variabile “tempo” (da qui la distinzione in passività a breve termine o medio-lungo) o secondo la destinazione delle voci di stato patrimoniale, andando a distinguere i debiti sulla base della loro pertinenza all'attività della società (debiti di natura commerciale o di natura finanziaria). I debiti di natura commerciale derivano dal normale esercizio dell'attività di impresa: essi si generano ogni qualvolta i fornitori garantiscono una dilazione di pagamento. Tanto maggiore risulta essere la forza contrattuale della società (mix di affidabilità nei pagamenti, elevata reputazione, capacità nel contrattare, rilevanza strategica,...), tanto più lunga sarà la dilazione di pagamento, più distante risulterà quindi l'esborso di denaro e quindi maggiore sarà la liquidità a disposizione della società stessa. I debiti finanziari e le obbligazioni⁵, invece, rappresentano situazioni in cui la società emette titoli di debito per svariati motivi, primo tra tutti, la necessità di una maggiore copertura finanziaria per investimenti di lungo termine.

Ricapitolando, la prima riclassificazione punta sull'esigibilità del debito da parte dei creditori in termini di tempo, nel secondo caso si pone maggiore enfasi sulla composizione del capitale di finanziamento.

⁵ La possibilità di emettere obbligazioni, per le società di capitali, deve essere prevista in sede di redazione dell'atto costitutivo o in seguito, tramite modifica dello statuto con delibera dell'assemblea straordinaria. L'emissione di prestiti obbligazionari deve essere fatta entro il limite massimo del doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili derivanti dall'ultimo bilancio approvato.

Altra componente dello Stato Patrimoniale di una società è il *Patrimonio Netto*: tale voce patrimoniale rappresenta l'ammontare complessivo dato da:

- *Capitale Sociale*: insieme degli apporti di natura monetaria conferiti in sede di costituzione societaria dai soci, fisso e previsto nello statuto (modifiche dello stesso dovranno essere prese dall'assemblea dei soci convocata in straordinaria);
- *Riserve*: voce consuntiva comprendente riserva legale ed altre riserve (Sòstero U., 2014) che rappresentano rettifiche per la conservazione del capitale sociale a seguito di perdite di esercizio;
- *Utile (perdita)* dell'anno precedente e dell'esercizio corrente.

Caratteristica del Patrimonio Netto è che il suo valore differenziale, dato cioè dalla differenza tra le attività e passività dell'anno in corso, rappresenta il valore netto dell'azienda dal punto di vista contabile (Berk, J., De Marzo, P., 2015). Sorge necessaria una distinzione tra il valore contabile d'azienda e il suo valore quantomeno reale (o di mercato), quest'ultimo ottenibile come prodotto tra il numero di azioni in circolazione e il prezzo di mercato delle stesse. La differenza sostanziale tra i due è sinonimo di una impossibilità di rappresentare a stato patrimoniale voci di natura non contabile, come reputazione o know-how acquisiti o ancora portfolio clienti, che rappresentano comunque fattori distintivi per la creazione di vantaggio competitivo.

Ai fini dell'analisi dei metodi di finanziamento delle società, porrò l'accento sui debiti finanziari (*debt*) ed il patrimonio netto (*equity*).

Una distinzione tra passività e patrimonio netto riguardano i diversi comportamenti attuati nei confronti dei soggetti fornitori di tali risorse finanziarie: i titolari di apporti a titolo di finanziamento (intermediari finanziari, risparmiatori, società, enti pubblici,...) ed i soci.

Questi apportano risorse finanziarie in sede di costituzione della società destinate ad entrare a far parte del patrimonio sociale e non potranno più essere restituiti salvo in fase di liquidazione sociale e solo residuamente alla chiusura delle situazioni giuridiche passive pendenti; quelli invece finanziano la società attraverso l'acquisto di titoli di credito esigibili entro una data scadenza e comprensivi di interessi ed eventuali sanzioni in caso di morosità.

Ci accorgiamo dunque di come siano sostanzialmente differenti le due modalità di acquisizione delle risorse finanziarie: nel caso di debiti finanziari, le risorse finanziarie acquisite risulteranno essere temporanee e ci si attende un rischio di insolvenza (*rischio finanziario*) da parte della società tanto maggiore quanto minore sarà la credibilità della società stessa; per quanto

concerne gli apporti dei soci, queste risorse stabilmente destinate a capitale sociale, immutabile se non per decisione presa in sede di assemblea straordinaria dei soci, non potranno essere in alcun modo prelevate né tantomeno distribuite tra i soci in quanto di proprietà della società stessa a cui potranno rivalersi soltanto pretese creditorie. Il capitale sociale infatti dovrà essere impiegato solo in ultima istanza alla copertura delle eventuali perdite, e solo dopo aver convocato l'assemblea straordinaria.

2.1.2 Teoria di Modigliani-Miller

Tornando al metodo di finanziamento della società, possiamo osservare un diverso approccio a questi due metodi di finanziamento altrettanto validi ma con diverse accezioni.

A tal proposito urge un breve cenno alla teoria di Modigliani-Miller.

La teoria, proposta dagli economisti Franco Modigliani e Merton H. Miller, considera l'ipotetica decisione di finanziare un progetto d'investimento da parte di una società o ricorrendo all'emissione di azioni (capitale *unlevered*) oppure attraverso l'emissione di titoli di debito (capitale *levered*), o ancora, utilizzando entrambi i metodi di finanziamento.

Punto focale della Proposizione I di MM è riassumibile nel concetto secondo cui il valore dell'impresa non sia affetto dalla struttura finanziaria adottata $V_U = V_L$, sotto determinate condizioni di *mercato del capitale perfetto*: assenza di imposte e costi di transazione nella negoziazione di titoli, assenza di asimmetrie informative tra investitori ed azienda (eliminando la possibilità di arbitraggio) ed infine l'ipotesi secondo cui le decisioni finanziarie prese dalla società non comportino variazioni dei flussi di cassa generati né tantomeno forniscano nuove informazioni su di essi (Berk, J., DeMarzo, P., 2015).

Nella realtà, tale proposizione non trova riscontro, di conseguenza è possibile comprenderne le differenze andando ad analizzare quali condizioni siano state violate: per la presenza di tassazione sulla ricchezza creata (a cui farò un breve accenno successivamente), l'esistenza di un certo grado di asimmetrie informativa tra azionisti e manager (moral hazard o adverse selection) o ancora, la decisione di finanziarsi per mezzo di emissione di titoli di debito in luogo di azioni potrebbe avere ripercussioni sull'affidabilità dell'impresa stessa e quindi sul prezzo delle azioni e sull'onerosità dei mezzi di terzi⁶.

⁶ Secondo MM, in condizioni di mercato dei capitali perfetto, la particolare situazione in cui una società acquisisca azioni proprie tramite indebitamento (ricapitalizzazione tramite indebitamento) non comporterebbe alcuna variazione del prezzo dell'azione (Berk, J., DeMarzo, P., 2015).

La Proposizione II di MM, invece, considera il rendimento atteso dagli investitori nell'acquisto di azioni da imprese *levered* od *unlevered*. In particolare si osserva come il rendimento atteso degli azionisti di una società finanziata esclusivamente tramite *equity* determini un rendimento pari a R_U inferiore al rendimento R_E ottenuto da un investitore in azioni di una società *levered*, ossia, un'impresa finanziata con debito e capitale proprio. In particolare, i due tassi di rendimento sono legati da una relazione specifica:

$$R_E = R_U + \frac{D}{E}(R_U - R_D)$$

dove

- R_E : rendimento da acquisto di azioni di impresa con struttura finanziaria debt + equity (costo del capitale proprio levered);
- R_U : rendimento di capitale proprio unlevered (tasso di mercato o tasso risk-free o costo del capitale proprio unlevered);
- R_D : rendimento del debito, ottenuto dai detentori di titoli di credito;
- $\frac{D}{E}$: debt/equity ratio ossia la quota di indebitamento in proporzione all'ammontare di capitale proprio posseduto;
- $R_U - R_D$: ossia il premio per il rischio assunto investendo in un'impresa con possibile rischio finanziario (di insolvenza).

Come ben visibile in formula, i rendimenti attesi ottenibili da un investitore in azioni di una società che ricorre pure all'indebitamento finanziario sono comprensivi di una sorta di premio per il rischio (il rischio di insolvenza della società qualora non sia in grado di ripagare i propri debitori). Tale surplus è rappresentato dall'addendo $\frac{D}{E}(R_U - R_D)$ che tiene conto della differenza tra il tasso risk-free ed il costo dell'indebitamento (premio per il rischio), ponderato per il rapporto di debiti sull'ammontare del patrimonio netto. È possibile osservare come un elevato indebitamento, in condizioni di buone performance aziendali ($R_U > R_D$), comporti un maggiore tasso di rendimento per gli azionisti della società *levered* in luogo di una società finanziata solo per mezzi propri; viceversa, performances aziendali critiche (quando l'onerosità del debito risulta essere elevata per la scarsa affidabilità) disincentivano il ricorso all'indebitamento, poiché l'effetto di *leva finanziaria* risulterebbe amplificato anche nel senso negativo, andando ad abbattere il rendimento degli azionisti con gravi ripercussioni sulla sopravvivenza stessa della società.

Tutte queste considerazioni a partire dalle proposizioni di Modigliani-Miller in condizioni di mercato dei capitali perfetto ci permettono di giungere alle fattispecie reali in cui non sempre troviamo un mercato perfetto, contesto in cui si sviluppano le società ad oggetto di questa tesi. In particolare, ci riferiamo alla situazione in presenza di tassazione.

La violazione di una delle condizioni necessarie e sufficienti alla proposizione di Modigliani-Miller fa sì che la presenza di un'aliquota d'imposta renda falsa l'uguaglianza $V_U = V_L$.

Osserviamo infatti che la tassazione dei redditi creati nell'esercizio di un'attività economica (per le società di capitali prendiamo ad esempio l'IRES) comporta un vantaggio nell'indebitamento dovuto alla possibilità di dedurre gli oneri finanziari. La deduzione abbatta l'imponibile, con la conseguenza che l'imposta lorda calcolata sarà inferiore a quella ottenuta per una società con medesimo capitale di finanziamento, ma costituito solo da *equity*.

La società di capitali finanziata esclusivamente con mezzi propri diversamente non potrà ammettere in deduzione i dividendi pagati ai soci, in quanto trattasi di remunerazione del capitale investito dai soci e non una spesa relativa all'esercizio di attività economica della società.

Il valore dell'impresa con attività *levered* sarà quindi maggiore di quello dell'impresa *unlevered* per un importo pari a τcxD , ossia, il valore attuale dei vantaggi fiscali derivanti dalla deduzione degli oneri finanziari.

Riassumendo, questo excursus è stato realizzato con l'intento di introdurre le regole del contesto entro cui si interfacciano le società oggetto di studio. La crisi del 2007 ha sicuramente amplificato la distanza dalla situazione di mercato perfetto, in particolare andando ad aumentare enormemente: la pressione fiscale, il costo del debito, con effetti negativi in termini di leva finanziaria ed infine ha portato ad un elevato intervento normativo con l'intento di ridurre in maniera estensiva il divario conoscitivo tra società e stakeholders/shareholders attraverso strumenti di tutela e di incentivo alla trasparenza societaria (*disclosure*), oppure di maggior controllo su intermediari finanziari ed investitori istituzionali.

2.2 STRUTTURA FINANZIARIA NELLE SOCIETA' VENETE

Nello studio delle voci patrimoniali relative alle società oggetto di indagine, sono stati considerati i debiti di natura finanziaria ed il patrimonio netto presenti nel bilancio non consolidato.

La scelta è stata dettata dalla volontà di confrontare il rapporto con intermediari finanziari ed azionisti e di trarre delle conclusioni circa il metodo di finanziamento più ampiamente utilizzato.

I dati rilevati sono relativi a diverse annualità (2012, 2014, 2015). A tal proposito, quindi, esplicherò le situazioni delle società per diversa annualità.

In particolare, nell'anno 2012 abbiamo i dati (Tabella 1) relativi ad una singola società.

SOCIETA'	CAPITALE DI FINANZIAMENTO			
	DEBITI FINANZIARI		PATRIMONIO NETTO	DEBT/EQUITY RATIO
	BT	M/L T		
PIETRO GIOVANNI CANDEO SPA	€ 247.186,00	€ 619.763,00	€ 16.717.472,00	0,05

Come ben visibile, la preminenza del patrimonio netto rispetto all'ammontare complessivo delle passività dimostra un forte ricorso ai mezzi propri (tasso di indebitamento molto basso). Questo dimostra una buona capacità di far fronte agli impieghi in attività durevoli, in quanto coperti dal patrimonio netto anziché dal indebitamento finanziario.

Le informazioni raccolte dalla Banca Dati AIDA riguardano quasi esclusivamente l'anno 2014. Sono ben 88 le società che hanno messo a disposizione i dati del 2014. Dato l'elevato numero di unità statistiche della popolazione studiata, risulterà utile fare un'analisi delle principali modalità della popolazione (Tabella 2): media, quartili e mediana (o secondo quartile).

	CAPITALE DI FINANZIAMENTO			
	DEBITI FINANZIARI		PATRIMONIO NETTO	DEBT/EQUITY RATIO
	BT	M/L T		
I QUARTILE	€ 0,00	€ 0,00	€ 4.865.384,25	0,00
MEDIANA	€ 975.880,00	€ 344.028,00	€ 15.519.413,50	0,18
III QUARTILE	€ 6.283.197,75	€ 5.400.000,00	€ 48.198.359,25	0,65
MEDIA	€ 7.436.006,08	€ 16.869.709,33	€ 45.286.602,86	0,47

Anche in questo caso osserviamo come il primo quartile (25%) delle società analizzate abbia addirittura eliminato l'indebitamento finanziario al termine del 2014 con preminenza del patrimonio netto come principale fonte di finanziamento dell'attività sociale.

Lo stesso si può dire per la prima metà delle unità oggetto di studio ed entro il terzo quartile. Le società venete prediligono in media l'apporto di mezzi propri, spesso a causa dell'elevato costo del debito e questo dovuto principalmente alla crisi economica. I valori di media sono tuttavia abbastanza elevati rispetto ai quartili considerati, esplicando alcune situazioni estreme. Non tutte le società venete infatti riportano tassi di indebitamento inferiore a 1, il che ci porta alla conclusione che vi sia un forte ricorso all'indebitamento finanziario rispetto ai mezzi propri quindi un maggiore grado di dipendenza rispetto a terzi.

Tredici società su ottantotto, al 31 Dicembre 2014 presentavano una struttura finanziaria fortemente rivolta ai mezzi di terzi con valori di debt/equity ratio che vanno da un minimo di 1,15 (BERICA IMPIANTI SPA) ad un massimo di 4,30 (BURGO GROUP SPA). Quest'ultima, nonostante un azionariato esteso sia in Italia che all'estero (Stati Uniti d'America), presenta un elevato rapporto di indebitamento a copertura di un *margin di struttura* (Patrimonio netto – Attivo immobilizzato) negativo (-€ 847.431.000⁷) principalmente dovuto ad un incremento delle immobilizzazioni finanziarie (incremento delle partecipazioni detenute, crediti verso partecipate,...). Da qui la necessità riscontrata l'anno seguente (2015) per la ristrutturazione del debito, attraverso la “... *conversione di Euro 200 milioni di debito a medio e lungo termine in strumenti finanziari partecipativi sottoscritti da Mediobanca, Unicredit, Intesa SanPaolo e Banco Popolare. A seguito di tale conversione, Burgo riduce, quindi, il proprio indebitamento a Euro 690 milioni conseguendo un risparmio annuale di circa Euro 15 milioni di oneri finanziari.*”⁸

Altra situazione particolare, con un debt/equity ratio negativo (-1,18) si è riscontrata nella società capogruppo GRUPPO INDUSTRIALE TOSONI SPA o “GIT”, la quale ha avuto negli anni 2013-2014 perdite per un ammontare complessivo di -€ 93.142.357 con conseguente liquidazione di due aziende del gruppo, e la proposta di concordato fallimentare avviata nel 2015⁹.

⁷ Fonte: Banca Dati AIDA

⁸ Burgo Group: si chiude positivamente l'accordo per la ristrutturazione del debito. *Targatocn.it*. 31 Lug 2015. Disponibile su <<http://www.targatocn.it/2015/07/31/leggi-notizia/argomenti/saluzzese/articolo/burgo-group-si-chiude-positivamente-laccordo-per-la-ristrutturazione-del-debito.html>> Data di accesso [05/06/2016]

⁹ Lorandi, F., 2015. Tosoni: concordato e due commissari. *L'Arena*. 11 Dic. Disponibile su <http://www.larena.it/home/economia/tosoni-concordato-e-due-commissari-1.4501298?refresh_ce#scroll=1254> Data di accesso [05/06/2016].

Concludendo le valutazioni relative all'anno 2014, osserviamo come la presenza di un elevato indebitamento nonostante le condizioni economiche non proprio agevoli ($\text{Return On Asset} < \text{Return On Debt}$) sia comunque attuato per motivi legati alla necessità di far fronte ad investimenti (non copribili con mezzi propri) o a mancata liquidità per l'elevata presenza di crediti inesatti. Il tutto pur sapendo che l'effetto leva operativa risulta comunque essere amplificato anche in negativo, con una ripercussione sulla redditività del patrimonio netto (ROE o rendimento degli azionisti).

Il grafico a torta (fig.2) che segue mostra visivamente la situazione della struttura finanziaria media delle società oggetto di studio con dati del 2014.

Anzitutto si può osservare che in media le società ricorrono al finanziamento per *equity* (46%), andando a rappresentare la situazione migliore secondo cui il finanziamento degli impieghi in attivo circolante ed immobilizzato ha scadenza pressoché “infinita”, dato che i soci non possono avere pretese circa la restituzione di quanto conferito in sede costitutiva.

Altro aspetto positivo è rappresentato dall'ammontare complessivo dei debiti finanziari a medio-lungo termine. Questo infatti eccede di molto l'indebitamento a breve, e ciò permette di avere un orizzonte temporale maggiore per far fronte ai debitori. In particolare, qualora l'attivo immobilizzato (destinato a liberare mezzi finanziari per ripagare i debitori finanziari in un periodo molto lungo) superi l'ammontare del patrimonio netto (*margin di struttura negativo*, situazione riscontrata in AIDA per alcune società oggetto di studio) è preferibile che la parte “scoperta” sia coperta da finanziamenti di medio lungo periodo (aventi esigibilità di molto superiori all'anno), cosicché ci sia una congruità tra fonti ed impieghi a livello temporale tale per cui permanga la solvibilità nel breve periodo (scongiurare situazioni di insolvenza che potrebbero sfociare in richiesta da parte dei creditori di liquidazione della società insolvente).

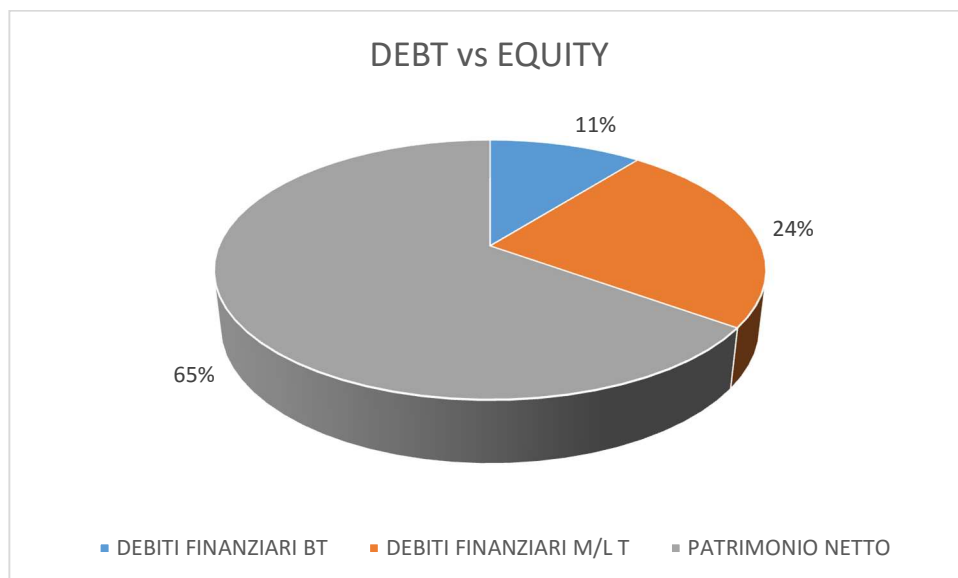
Da una consultazione della Banca Dati AIDA, all'anno 2014 su 88 aziende ben 23 (tra queste le già citate a titolo esplicativo BURGO GROUP SPA e GIT) presentano contemporaneamente Capitale Circolante Netto¹⁰ ($\text{Attivo Corrente} - \text{Passivo Corrente}$) e Margine di Struttura negativi. Questa situazione risulta particolarmente rischiosa in quanto le passività a breve non potrebbero essere risolte data la mancanza di liquidità nel breve periodo con gravi conseguenze sull'esistenza stessa della società.

Tra le possibili risposte a questo tipo di situazioni di instabilità finanziaria si potrebbero adottare diversi comportamenti: l'aumento di capitale proprio attraverso nuovi conferimenti

¹⁰ Il Capitale Circolante Netto è “un indicatore di buona solvibilità a breve dell'azienda” (Marcon, C., 2014), in quanto rappresentativo dei mezzi finanziari liberati a breve per coprire i debiti a scadenza entro l'esercizio corrente.

sociali¹¹, un riscadenziamento del debito o ancora una conversione delle obbligazioni dell'intermediario finanziario in azioni (si veda il caso di BURGO GROUP SPA).

Fig. 2



La situazione contabile delle società nell'anno 2015 (4 sono quelle rilevate in Banca Dati AIDA) è raffigurata nella Tabella 3. Lo studio delle modalità della popolazione sono perlopiù a scopo riassuntivo, dato che un'indagine statistica su di un campione composto da poche unità statistiche è di poca utilità. La situazione rimane comunque simile a quanto visto per le società con gli ultimi dati rilevati nel 2014 e 2012. A primo impatto notiamo valori alquanto bassi del rapporto di indebitamento, segno che le società oggetto di studio utilizzano come principale mezzo finanziario il capitale proprio.

Tabella 3

	CAPITALE DI FINANZIAMENTO			
	DEBITI FINANZIARI		PATRIMONIO NETTO	DEBT/EQUITY RATIO
	BT	M/L T		
I QUARTILE	€ 104.330,75	€ 225.000,00	€ 7.402.657,00	€ 0,04
MEDIANA	€ 483.817,50	€ 1.089.640,50	€ 16.419.172,50	€ 0,20
III QUARTILE	€ 7.026.539,50	€ 4.601.574,75	€ 29.282.323,25	€ 0,56
MEDIA	€ 2.538.229,25	€ 1.972.071,75	€ 17.701.384,25	€ 0,27

¹¹ In presenza di perdita con riduzione del capitale sociale sotto il minimo legale vi è l'obbligo di ripristino del capitale sociale alla prima Assemblea utile. Qualora non ci sia obbligo di copertura della perdita ma la società ritenga opportuno un aumento del capitale sociale tramite nuovi conferimenti, è legittimata ad emettere nuove azioni salvo l'integrale liberazione delle azioni precedente emesse (art. 2438).

In sintesi, la situazione complessiva dimostra come il comportamento medio delle società venete studiate sia alquanto prudente. Infatti, il fatto che le condizioni economiche negli ultimi anni abbiano portato ad una contrazione nella concessione di crediti e l'eventuale credito concesso comportava un tasso d'interesse così elevato da scongiurare l'indebitamento finanziario, hanno fatto sì che la struttura finanziaria fosse per la maggior parte costituita da capitale proprio. Ciononostante, rimangono società che, per i motivi espliciti precedentemente, finanziano le proprie attività con l'indebitamento finanziario, con conseguente peso degli oneri finanziari sul risultato di sintesi del conto economico.

Un metodo alternativo al finanziamento per indebitamento finanziario o tramite apporto a capitale sociale è rappresentato dal finanziamento da parte dei soci o dipendenti. Non mi dilungherò su questa nozione, basti pensare tuttavia che tale forma di finanziamento, che rappresenta una raccolta di risparmio tra il pubblico tipica dell'attività bancaria, è ammessa in deroga dall'art. 11 comma 4 del Testo Unico Bancario, per le S.p.A., S.a.p.a., mentre per le S.r.l. la raccolta deve essere a capo di investitori professionali, soggetti a vigilanza prudente.

3 PARTECIPAZIONI ED AZIONARIATO

Come accennato poc'anzi, la ricerca di fonti di finanziamento da parte delle società (tramite indebitamento oppure tramite emissione di *azioni*), ha come fine ultimo quello di avere i mezzi necessari all'esercizio dell'attività sociale e quindi di divisione degli utili (scopo egoistico).

Come affermato per il passivo dello Stato Patrimoniale, anche l'attivo ha una sua suddivisione: in particolare, considerando il "tempo" quale criterio di classificazione otterremmo una divisione dell'attivo in Attivo Corrente e Attivo Immobilizzato (rispettivamente con capacità di liberare mezzi finanziari entro l'anno ed oltre l'anno di esercizio). È altresì valida la classificazione sulla base della "destinazione economica" delle voci: abbiamo quindi un Attivo Circolante ed Immobilizzato *Operativi* che, assieme alle componenti passive di natura commerciale (inerente all'attività sociale o al c.d. *core business*), si contrappongono al Patrimonio Netto ed alla Posizione Finanziaria Netta (Debiti Finanziari al netto della liquidità immediata e differita).

L'introduzione di questa breve parentesi è legata al fatto che tali partecipazioni rappresentano anzitutto un impiego dei mezzi finanziari, però la loro collocazione tra le voci dell'attivo (immobilizzato o circolante) risulta legata alla struttura stessa della partecipazione e quindi comporta un diverso legame con la solvibilità nel breve della società stessa.

Diversamente, per quanto riguarda le azioni, queste ultime rappresentano una voce collocabile a Patrimonio Netto, in quanto apporto di capitale (o di riserva nella situazione in cui la quota conferita ecceda la quota sottoscritta in fase di costituzione sociale o di successivo accrescimento oneroso del capitale) da parte dei soci.

Se considerassimo la riclassificazione *finanziaria* (tempo), le partecipazioni in altre società rappresenterebbero una voce dell'Attivo Immobilizzato (Immobilizzazioni finanziarie) qualora siano destinate a permanere nel patrimonio aziendale per molto tempo; invece, le partecipazioni che, per la loro natura o per decisione del management, si trasformeranno in liquidità entro l'esercizio, saranno collocate nell'Attivo Circolante¹².

È importante quindi conoscere quali siano le decisioni del management in materia di partecipazioni sociali, poiché la loro collocazione in Stato Patrimoniale può avere diverse implicazioni qualora si definiscano indici o altri indicatori di performances della società.

¹² Marcon C. (2014, p. 43) afferma quanto segue: "La partecipazione in una società *non quotata* va classificata tra le attività finanziarie correnti se esiste un accordo preliminare vincolante di vendita della stessa entro il successivo esercizio".

La riclassificazione *funzionale* (destinazione economica) dello Stato Patrimoniale, invece, prevede di comprendere in un'unica voce (Investimenti accessori – patrimoniali) tutte le partecipazioni sociali (di società quotate o meno, durevoli o liquidabili immediatamente) andando ad equipararle per grado di estraneità dalla gestione caratteristica o *core business* (Marcon, C., 2014).

Come già affermato in precedenza, le azioni emesse rappresentano invece una voce di Patrimonio Netto che, assieme alla Posizione Finanziaria Netta, rappresenta la Copertura Finanziaria che andrà a coprire appunto il fabbisogno finanziario creatosi dalla gestione aziendale.

Concludendo, le partecipazioni sociali e le azioni rappresentano rispettivamente tipici impieghi e fonti di qualsiasi società di capitali.

Di seguito andrò a descrivere brevemente queste due fattispecie andando poi a terminare con un'analisi relativa alle società di capitali venete.

3.1.1 Partecipazioni sociali

Le *partecipazioni sociali* rappresentano un insieme di quote (se di S.r.l.) o azioni (se di S.p.A. o S.a.p.a.) detenute da persone fisiche o giuridiche, che garantiscono il diritto di voto e/o il diritto agli utili nella società partecipata (in base al tipo di azione emessa da quest'ultima).

Considerando il caso (coerente con l'argomento della tesi) in cui sia una società di capitali a detenere partecipazioni, si osserva che l'acquisizione di partecipazioni in altre società può derivare dal perseguimento dell'attività sociale, qualora si tratti di una società c.d. *finanziaria*, il cui scopo lucrativo consiste nel gestire un portafoglio di partecipazioni al capitale sociale di imprese selezionate; oppure, riguardare un'attività accessoria a quella di *core business* e quindi costituire un metodo di impiego della liquidità.

Secondo quanto affermato da Ginevra (2014, p. 333) in materia di tutela dei soci dalle decisioni degli amministratori, “l'assunzione di partecipazioni in altre imprese, anche se prevista genericamente nello statuto, non è consentita, se per la misura e l'oggetto della partecipazione ne risulta sostanzialmente modificato l'oggetto sociale determinato dallo statuto”. Con ciò si vuole sottolineare la volontà di tutelare le risorse destinate a Capitale Sociale coerentemente all'oggetto sociale, affinché non siano invece investite in partecipazioni di società con oggetto sociale differente – quindi anche con rischi sostanzialmente diversi da quelli assunti all'atto di sottoscrizione -.

Questa breve parentesi è stata aperta per dare una visione sui possibili impieghi delle immobilizzazioni finanziarie delle società: se *lucrative* rappresentano adempimenti dell'oggetto sociale; se *manifatturiere* o *di servizi*, invece, l'acquisizione di partecipazioni sociali può rispondere a diverse esigenze. Quest'ultime possono essere molteplici: dalla volontà di estendere il proprio mercato in nuove aree geografiche, alla volontà di esternalizzare parte del processo produttivo in zone geografiche ove vi è una maggiore specializzazione nello svolgimento di determinate attività o dove politiche sociali più permissive garantiscono un minor costo di approvvigionamento delle materie prime (primo fra tutte la manodopera) - *labour costs* -, o ancora, la vicinanza con un determinato fornitore tale da permettere di ridurre i costi di trasporto ed abbattere il prezzo finale a vantaggio dei clienti - *transportation costs* -, infine, la presenza di politiche fiscali agevolate con conseguente minore tassazione dei redditi prodotti - *community factors* -¹³.

La delocalizzazione rappresenta tuttavia un'arma a doppio taglio: se da un lato l'offshoring di parti del processo produttivo o di intere imprese ha portato ad un aumento dell'occupazione e del PIL nei paesi ospitanti (tralasciando i possibili e reali effetti negativi dovuti a sfruttamento del lavoro e sfruttamento delle risorse, abusivismo e condono edilizi,...), dall'altro ha impoverito il paese di origine. Impoverimento non solo economico ed occupazionale, ma anche conoscitivo e di *know-how*, con problemi legati al distacco tra la fase di progettazione (che rimane spesso nel paese di origine) e la fase di produzione.

Il problema legato alla delocalizzazione in paesi a regime fiscale privilegiato (*Black list*) è sicuramente uno dei temi più caldi e dibattuti nell'ultimo periodo: si pensi a tal proposito all'inchiesta *Panama Papers*, ossia, quella fuga di notizie che ha reso noti i nomi di numerosi azionisti con partecipazioni in società *offshore*, prevalentemente nei c.d. *paradisi fiscali* (zone geografiche ove la tassazione è molto bassa). Naturalmente detenere partecipazioni sociali o comunque delocalizzare in tali paesi non è di per sé illegale, lo diventa qualora non vengano dichiarati fiscalmente i redditi percepiti, impendendo quindi il verificarsi del principio tributario della tassazione dei redditi ovunque prodotti.

Questo è quanto riguarda una prima panoramica sulle partecipazioni, gli aspetti positivi e negativi legati alle stesse tuttavia urge la necessità di dare una breve descrizione delle fattispecie previste dal nostro ordinamento.

¹³ Slack, N., Brandon-Jones, A., Johnston, R., 2013. *Operations Management*, 7th Edition. Harlow (UK): Pearson.

Tornando alla definizione data all'inizio, le partecipazioni sociali rappresentano una quota di partecipazione al capitale sociale. In base al valore di tale quota possiamo distinguere le stesse in partecipazioni:

- *Qualificate*: possesso superiore al 2% (20%) dei diritti di voto in Assemblea Ordinaria oppure possesso superiore al 5% (25%) del capitale sociale se si tratta di partecipazione in società quotata in mercati regolamentati italiani o esteri (società non quotata in mercati regolamentati);
- *Non qualificate*, qualora la soglia di partecipazione risulti pari o inferiore alle percentuali definite precedentemente.

Distinguiamo inoltre le partecipazioni in *dirette* ed *indirette*. Una società A detiene una partecipazione diretta della società B quando la prima è socia diretta della seconda; mentre, si parla di partecipazione indiretta (o di controllo indiretto) quando ci troviamo di fronte alla situazione in cui la società A detiene una partecipazione diretta della società B, la quale a sua volta è socia di C. Esiste quindi un legame labile tra A e C tale per cui le decisioni prese da C risultano influenzate a monte dalla società A per mezzo di B che agisce da intermediario.

In base alla percentuale di azioni detenute, il rapporto tra due società può essere di controllo o di collegamento. In particolare, se la società con partecipazioni esercita un'influenza *dominante* (detiene la maggioranza esercitabile delle azioni) nell'assemblea ordinaria della partecipata, si parla rispettivamente di società *controllante* e *controllata*.

Qualora la società eserciti un'influenza *notevole* (1/5 dei voti o 1/10 se si tratta di società quotate) in assemblea ordinaria della società partecipata, quest'ultima sarà *collegata* alla prima. Un caso particolare rientrante nelle società collegate è la partecipazione reciproca: A detiene partecipazioni di B e viceversa.

Altra considerazione sulle partecipazioni è quando esse assumono il carattere della *rilevanza* e devono essere comunicate alla società partecipata ed alla Consob (si veda l'art. 120 commi 2 e 3 TUF)¹⁴.

¹⁴ 2. Coloro che partecipano in un'emittente azioni quotate avente l'Italia come Stato membro d'origine in misura superiore al due per cento del capitale ne danno comunicazione alla società partecipata e alla Consob.

3. Gli emittenti azioni quotate aventi l'Italia come Stato membro d'origine che partecipano in misura superiore al dieci per cento del capitale in una società con azioni non quotate o in una società a responsabilità limitata, anche estere, ne danno comunicazione alla società partecipata e alla Consob.

3.1.2 Azioni

Ginevra (2014, pp. 276-277) da una definizione di azione quale “*ideale porzione unitaria del rapporto che lega l’azionista alla società*”, rapporto definito dagli obblighi e diritti assunti, conferiti dalle azioni detenute.

L’*azione* viene vista quindi come una sorta di unità minima del rapporto instauratosi tra azionista e società, una certificazione della partecipazione individuale al capitale sociale (c.d. *partecipazione sociale*). Unità minima *indivisibile, inscindibile e uguale*

Le azioni si considerano *indivisibili* in quanto non possono aversi situazioni di ulteriore suddivisione dell’azione in unità più piccole con relativo frazionamento dei diritti ed obblighi sociali (è ammessa la contitolarità con nomina di rappresentate per l’esercizio dei diritti spettanti ai soci coproprietari).

Sono *inscindibili* nel senso di impossibilità di frazionare i diritti e gli obblighi tra soggetti diversi, per cui vige una sorta di principio di correlazione tra rischio e potere. Tale carattere ha valenza *inter partes*, ma non nei confronti della società.

Infine, altra caratteristica delle azioni è l’*uguaglianza* delle stesse, perché conferenti medesimi diritti e doveri ai titolari. Questa uguaglianza (*ex ante* definita) ammette un’eccezione: lo stesso art. 2348 afferma infatti la possibilità di creare *categorie* diverse di azioni (naturalmente vale il principio di uguaglianza all’interno di ogni categoria). Tali categorie di azioni “privilegiate” possono modificare i diritti di tipo patrimoniale (diritto agli utili/perdite in egual misura) ed amministrativo (diritto di voto) al fine di ottenere azioni con partecipazione agli utili (o perdite) maggiorata o maggiormente garantita (salvo il divieto del *patto leonino*); oppure la possibilità di creare azioni prive del diritto di voto (create soprattutto per ampliare l’offerta e quindi andare incontro al singolo risparmiatore poco interessato all’esercizio di tale diritto) o con voto limitato a determinate materie di competenza.

Una categoria a sé stante è rappresentata dalle obbligazioni convertibili in azioni (si veda il caso BURGO GROUP SPA). Si tratta di una possibilità concessa dall’ordinamento giuridico che permette la conversione di parte del capitale di debito in capitale di rischio con conseguente acquisizione dei diritti sociali da parte degli *ex* obbligazionisti ora soci.

Se la delibera di emissione delle obbligazioni rimane competenza degli amministratori, l’emissione di obbligazioni convertibili prevede la necessità di convocazione dell’assemblea straordinaria, che discute in materia di aumento del capitale sociale.

L’aspetto favorevole di questa pratica è quello di “protrarre” la scadenza delle fonti di finanziamento e di ridurre il peso degli oneri in Conto Economico.

Nei casi sopra descritti, quindi, il nostro ordinamento dà previsione di una libera creazione di azioni ed altri strumenti partecipativi al fine di raggiungere più *shareholders* possibili, portatori di esigenze diverse, salvo l'obbligo di uguaglianza all'interno delle stesse categorie.

Quanto detto riguarda la parte "oggettiva" delle azioni; di seguito andremo a dare una breve definizione dei soggetti giuridici destinati all'emissione e possesso di tali strumenti partecipativi.

Le azioni possono essere detenute sia da persone fisiche che da persone giuridiche, ma possono essere emesse solamente da S.p.A. o S.a.p.a. (quotate o meno in mercati regolamentati). L'emissione di azioni è caratteristica *essenziale* per la genesi della società, in quanto propedeutica alla costituzione del Patrimonio sociale; può essere *eventuale* l'emissione di azioni successiva alla costituzione (se prevista dallo statuto e solo nei casi previsti dall'ordinamento) se necessaria all'accrescimento del capitale sociale (previa approvazione da parte dell'assemblea straordinaria) o per coprire le perdite.

L'emissione di nuove azioni da parte di società quotate nei mercati regolamentati avviene di norma in un mercato primario, mentre la compravendita delle azioni già presenti nel mercato primario avviene in un mercato secondario. Tale facilità di scambio (principio della libera circolazione delle azioni) è garantita dalla cartolarizzazione di tali strumenti partecipativi (possibilità mantenuta anche nell'era del digitale, con la dematerializzazione dei titoli azionari) e permette al possessore di slegarsi dal rapporto sociale senza arrecare danno alcuno nei confronti della società stessa.

Finora abbiamo discusso di azioni acquisite da altre società diverse dall'emittente con scopi contrattuali, di mercato, di controllo o di collegamento. Nella realtà dei fatti, alle società emittenti è permessa l'acquisizione di azioni proprie (interamente liberate, non di nuova emissione), purché nei limiti degli utili distribuibili e delle riserve disponibili derivanti dall'ultimo bilancio regolarmente approvato (art. 2357 c.c.).

Molteplici sono le motivazioni dietro una simile operazione: dalla volontà di legare la retribuzione del management ai profitti della società (tramite le *stock options*), andando quindi a ridurre il *gap* informativo tra decisione ed esecuzione (*teoria dell'agenzia*); oppure la necessità di acquisire il flottante (azioni proprie presenti sul mercato) per operazioni di *trading*, purché tali operazioni non sfocino in attività speculative (ridotte attraverso i limiti introdotti dall'art. 2357) o in attività pregiudizievoli nei confronti della governance (*hostile takeover*). Situazione parimenti degna di tutela (secondo il principio di libertà) e di normazione è l'acquisto di azioni proprie da parte di una società controllata.

Questa breve panoramica su tale tipo di strumento finanziario partecipativo (*azione societaria*) risulta necessaria al fine di dare una visione completa all'analisi delle società venete che verranno di seguito prese a modello.

3.2 PARTECIPAZIONI ED AZIONARIATO NELLE SOCIETÀ VENETE

Come affrontato nella parte teorica precedente, ogni soggetto giuridico può detenere *partecipazioni* (insieme di azioni emesse da altro ente), ma non tutti possono emettere *titoli azionari* (S.p.A. e S.a.p.a.), ossia “unità minime” d'investimento che garantiscono la qualifica di socio (fatte salve le diverse categorie di azioni sociali).

In particolare, per le società ad oggetto di studio sono stati rilevati dati provenienti da diverse annualità (2012, 2014, 2015), i quali verranno accorpati per analizzare la situazione complessiva del triennio 2012-2015.

La rilevazione dei dati ha reso necessaria la creazione di una tabella di sintesi con le modalità principali, per poter avere una visione complessiva della situazione a livello di *partecipazioni* ed *azionariato* di tali società di capitali venete.

Partiamo con un'analisi delle partecipazioni detenute dalle società venete nel triennio 2012-2015. Innanzitutto, osservando la Tabella 4, si possono osservare le variabili oggetto di studio: le partecipazioni detenute in Italia o all'Estero, e per quanto riguarda le partecipazioni in Italia, ho distinto tra Società di Persone e Società per Azioni. Accanto, ho indicato la *percentuale media* di partecipazioni nelle società.

Una breve nota riguarda le Società di Persone: si tratta di società prive di personalità giuridica e di conseguenza affette da autonomia patrimoniale imperfetta (patrimonio societario e patrimonio dei soci coincidono, tranne per gli accomandanti nelle S.a.s.). Sono state inserite tra le partecipate poiché, sebbene non possano emettere azioni, possono comunque avvalersi tra la compagine societaria di società di capitali, salvo delibera ordinaria dei soci di quest'ultima, che diviene nella pratica illimitatamente responsabile per i rapporti con i terzi instaurati dalla società di persone.

Detto questo, analizziamo i dati rilevati:

Tabella 4

	PARTECIPAZIONI				
	ITALIA			ESTERO	
	SOCIETA' DI PERSONE	SOCIETA DI CAPITALI	% MEDIA	NR PARTECIPAZIONI	% MEDIA
I QUARTILE	0	1	0,22%	1	50%
MEDIANA	0	2	55,33%	1	81%
III QUARTILE	0	5	79,03%	4	100%
MEDIA	0,02	5,65	47,95%	3,25	71%

Come ben visibile in tabella, le 93 società analizzate nel triennio 2012-2015 presentano una situazione *media* abbastanza spostata tra le mura domestiche (5,65 contro 3,25).

Analizzando le partecipazioni detenute in società di persone italiane osserviamo un valore medio positivo (0,02) sinonimo di almeno una partecipazione. Dai dati rilevati osserviamo che le società COLORI SPA e PIOVESANA HOLDING SPA detengono partecipazioni in società semplici. Nel dettaglio, entrambe le partecipazioni sono effettuate in società di persone fondate dai soci (nonché azionisti e amministratori/chairmen), andando a delineare quindi la più tipica delle fattispecie, ossia, utilizzare la società di capitali come portatore di ulteriore liquidità.

Caso questo alquanto raro per quanto riguarda i dati rilevati.

Considerando invece la situazione più tipica, ossia di partecipazione in società di capitali, osserviamo una distribuzione così ripartita: del campione analizzato, il primo quartile di società ha almeno una partecipazione, con partecipazione media di molto inferiore all'1% (si tratta di una partecipazione *non qualificata*). Tale valore esprime una partecipazione del tutto marginale al capitale sociale della partecipata ed una presenza in assemblea in qualità di socio di minoranza (con poco potere decisionale dato che il diritto di voto, come del resto tutti i diritti sociali, sono proporzionali alla quantità di azioni detenute). Fanno parte di questa prima fascia moltissime società prive di partecipazioni in società italiane, le quali hanno considerato più accattivante (per vantaggi fiscali o per creare vantaggio competitivo) l'idea di detenere partecipazioni all'estero (si rimanda a pag. 25 per le cause e gli effetti legati all'*offshoring*).

Il secondo quartile o mediana di società detiene almeno due partecipazioni ed una partecipazione media del 55,33% (in questo caso partecipazione qualificata con esercizio della maggioranza in assemblea ordinaria). Da notare un rilevante scarto tra il primo quartile e la mediana in termini di partecipazione al capitale di rischio.

Tra le società partecipate (in questo caso controllate, data l'influenza notevole esercitabile in assemblea) troviamo numerose società il cui oggetto sociale rappresenta la produzione e/o commercio di beni e servizi simili (si veda art. 2361) oppure, in un'ottica di aumento delle quote di mercato detenute (*competitive strategy*), il controllo in società il cui core business prevede la produzione o commercio di beni e servizi complementari.

Sempre in Italia, il terzo quartile (75%) di società venete detiene almeno 5 partecipazioni con una percentuale media del 79,03%, andando a delineare una maggioranza assoluta, con influenza dominante (controllo diretto) e un elevato rischio correlato di partecipazione alle perdite.

Considerando la media ci troviamo ad osservare un valore (5,65) di poco superiore al terzo quartile, per cui ci aspetteremo di osservare società con un numero di partecipazioni maggiore.

Dalla Banca Dati AIDA rileviamo società con partecipazioni che variano da 6 a 98. Società come DELTA ERRE SPA (98), AF SPA (66), H-FARM (34) e MALTAURO PARTECIPAZIONI SPA (31) detengono un numero elevato di partecipazioni in Italia, molto più di quante ne abbiano all'Estero.

AF SPA e DELTA ERRE SPA sono entrambe società fiduciarie, le cui attività sociali consistono nell'amministrazione e revisione per conto di terzi (le società partecipate), da qui comprendiamo l'importanza di detenere un numero elevato di strumenti finanziari partecipativi in società italiane in quanto legato proprio all'oggetto sociale; MALTAURO PARTECIPAZIONI SPA, holding finanziaria vicentina, detiene numerose partecipazioni per fornire finanziamenti (sotto forma di apporti a capitale o a debito) a società del settore industriale. H-FARM, in qualità di incubatore di imprese, ha come obiettivo quello di avere un controllo su società che abbiano contatti con *start-up* (o con start up stesse) e che permettano quindi un approccio tecnico e specifico proprio grazie a queste tipologie di *partnerships*.

Quindi, se in media ogni società detiene partecipazioni in 5,65 (~6) società differenti, la percentuale media di possesso delle azioni si attesta intorno al 47,95%, valore qualificato ma che non garantisce la possibilità di esercitare la maggioranza qualificata in assemblea.

Attraverso l'analisi dei quartili si osserva quindi un sostanziale aumento della partecipazione media all'aumentare del numero di partecipazioni detenute; ciò non può essere confermato con l'analisi della media che risente sicuramente di valori estremi: numerosi valori pari a 0 o inferiori alla quota qualificata. Ad un breve controllo sulla tabella con i dati raccolti relativi a tutte le società, ben 20 società su 93 non detengono alcuna partecipazione in Italia, sintomo di una preferenza a mercati esteri per motivi che possono andare, come già visto, dalla necessità fisiologica di interagire con mercati esteri o per vantaggi di natura fiscale.

La situazione analizzata delle partecipazioni detenute in società estere è la seguente: fino al 50% del campione individuato, le società detengono almeno una partecipazione in una società *offshore* con percentuale media di possesso che va dal 50% (nel primo quartile) al 81% (valore di mediana). Il terzo quartile detiene partecipazioni in almeno 4 società, con una partecipazione media pari al 100%. Il valore medio di società controllate si aggira a valori inferiori a 4 (3,25) con una partecipazione media comunque elevata (71%).

Il valore medio di società estere nel proprio portafoglio di partecipazione al capitale di rischio è sicuramente un valor indicativo della situazione media in Veneto. Non mancano infatti società che presentano un comportamento rivolto verso l'estero, con un numero di partecipate che va da 5 fino a 32 (si veda il caso ZOPPAS INDUSTRIES SPA).

Ricapitolando, la situazione complessiva rilasciata dai dati medi mostra una situazione in cui *mediamente* le società venete prediligono l'investimento di liquidità eccedente in casa, mentre all'estero detengono un minor numero di partecipate con un controllo superiore (maggiore quota di partecipazione per ovviare alla distanza fisica delle strutture e pure culturale). Naturalmente, come già affermato in precedenza, si tratta di un valore medio che risente fortemente di valori estremi e di conseguenza ci sono situazioni diametralmente opposte in cui le partecipazioni italiane sono pressoché pari a 0, mentre prevale l'approccio all'Internazionalizzazione.

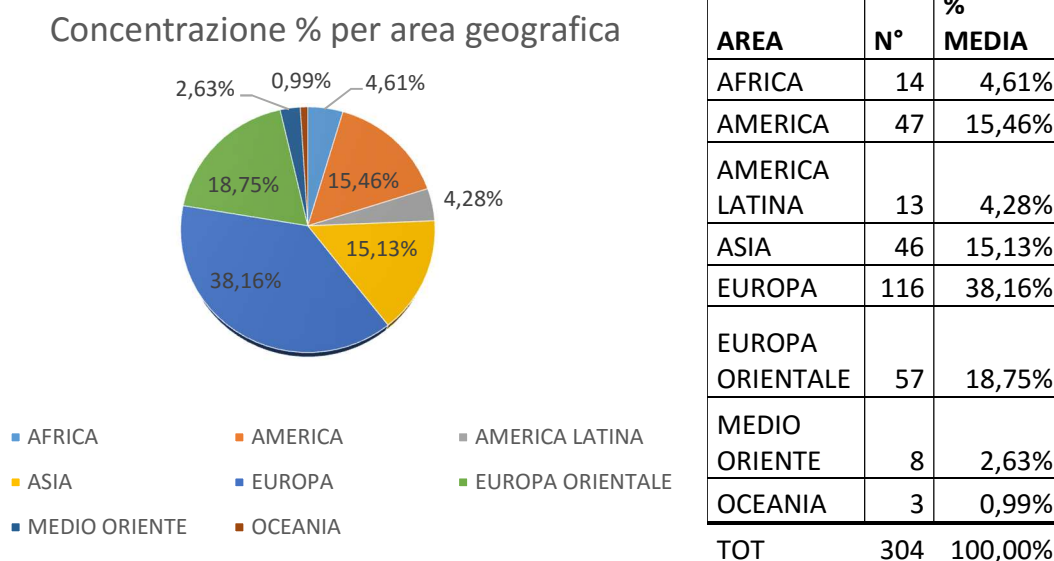
Il diagramma a barre (Fig. 4) permette di dare una veloce panoramica delle *sole* partecipate all'estero, con l'ottica di dare una breve rappresentazione degli Stati in cui si concentrano le decisioni di investimento delle società venete analizzate.

La concentrazione di partecipate si ha negli Stati Uniti (36) seguiti da Cina (30), Francia (24), Polonia (23), Germania (20) e molti altri. La prevalenza di partecipate negli Stati Uniti e Cina dimostrano la necessità di colpire mercati molto vasti o mercati che offrono ottime opportunità di crescita.

Inferiori per numero, ma non trascurabili, sono i dati relativi ai paesi dell'Europa dell'Est (primeggia la Polonia) che, dopo l'uscita dall'U.R.S.S., sono stati mete di delocalizzazioni di intere aziende (o rami d'azienda) per le opportunità legate ad una manodopera meno qualificata e quindi più sottopagata. Altri Paesi vengono interessati dall'influenza delle società venete: dall'America Latina all'Asia, passando per Africa e Medio Oriente.

Il grafico a torta sottostante (Fig. 3), invece, ci permette di avere una visione d'insieme delle concentrazioni di partecipate per *area geografica*.

Fig. 3



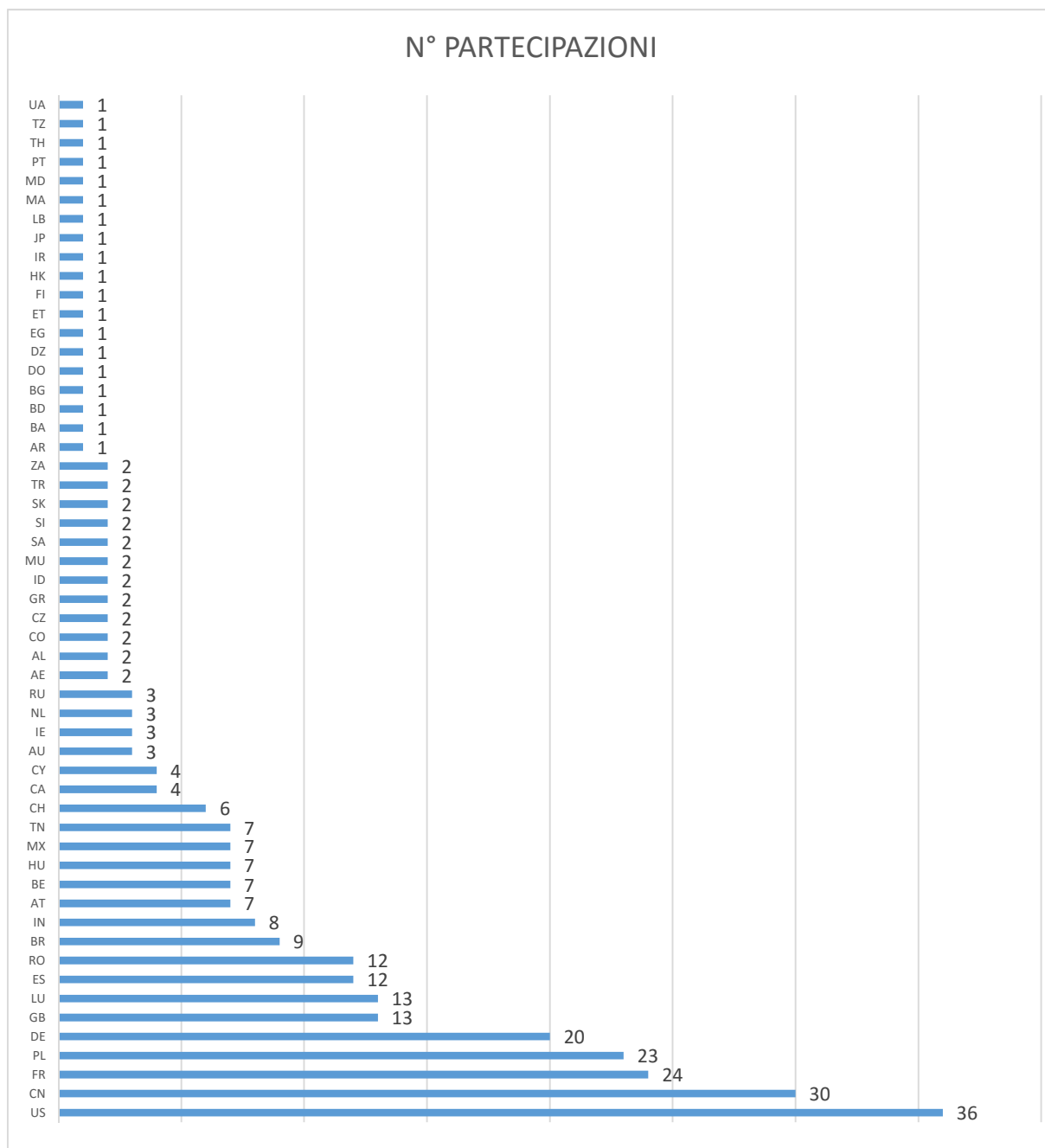
Osserviamo con più facilità la distribuzione, con netta prevalenza di partecipazioni nell'Europa Centrale e Occidentale (38,16%), seguita da Europa Orientale (18,75%), America Centrale e del Nord (15,46%) e Asia (15,13%) pressoché alla pari. Per cui, nonostante le società venete abbiano un numero elevato di partecipazioni qualificate negli Stati Uniti e Cina, le concentrazioni per aree geografiche mostrano risultati diversi in quanto *complessivamente* le società venete concentrano le loro partecipazioni nella zona europea. Un fattore incentivante può essere dovuto all'apertura alla libera circolazione di merci, persone, capitali a seguito del Trattato di Schengen.

Secondo la lista dei Paesi c.d. Paradisi fiscali (*Black List*) aggiornata per l'anno 2015, Hong Kong e Libano rientrano all'interno di questa fattispecie, con obbligo da parte della società che intrattiene relazioni economiche con tali Paesi di darne comunicazione all'Agenzia delle Entrate. Dai dati rilevati, sono 2 le società con partecipazioni detenute in tali paesi.

Si tratta dunque di una colonizzazione in chiave moderna attraverso il possesso di partecipazioni qualificate in società con sedi sparse nel Mondo, con possibilità di espandere il mercato e di creare occupazione e vantaggi economici in località meno industrializzate e più legate all'agricoltura.

Tuttavia, l'eccessivo sfruttamento mosso da interessi meramente economici e la mancanza di infrastrutture adeguate o di cooperazione tra Governi locali e società ospiti, ha portato molte volte ad acuire la forbice sociale e quindi ad un impoverimento ulteriore del Paese.

Fig. 4



La situazione precedentemente descritta dimostra un Veneto fortemente propenso a far da padrone in mercati internazionali; tuttavia, soprattutto a causa della forte recessione degli ultimi anni, una presenza estera sta facendosi sentire nei CdA di molte società venete.

Notizie su acquisizioni di *brand* italiani (dagli alimentari come Algida, Santa Rosa, Perugina agli elettrodomestici come Indesit all'arredamento con Poltrona Frau) da parte di colossi stranieri causa spesso un certo risentimento sulla cattiva gestione delle imprese in Italia, con timori legati alle possibili decisioni di spostare la produzione altrove causando un aumento della

disoccupazione; tuttavia, spesso l'acquisizione di quote della società da *shareholders* esteri tali da detenere un controllo diretto ed avere influenza nelle decisioni sociali può derivare dalla volontà di ottenere non solo investimenti di natura finanziaria, ma pure conoscitiva e di know-how, con benefico vantaggio per entrambe le società.

Secondo uno studio della Prometeia, società di consulenza e ricerca economica, l'investimento di capitale estero nelle società italiane ha portato dagli anni Novanta ad un aumento del fatturato medio del 2,8% all'anno, dell'occupazione sul suolo italiano del 4% e la produttività è salita di 1,4 punti percentuali.

Che si tratti di accordi commerciali (si veda il caso delle partecipazioni reciproche) o di necessità di liquidità fornite da azionisti esteri, l'investimento estero in Veneto tarda comunque ad arrivare. Come osserveremo successivamente, il Veneto, forte della propria indipendenza, raccoglie quantità ridotte di capitale estero. Che sia una scelta strategica per avere una minore ingerenza straniera, che sia una mancata opportunità da sfruttare per avere una visione diversa o che derivi da una bassa attrattività delle nostre società, i numeri parlano chiaro. Non da ultimo, il fatto che la quasi totalità delle società analizzate non sia quotata in mercati regolamentati, determina una maggiore difficoltà per eventuali azionisti stranieri di cedere il titolo, con effetti quasi vincolanti.

La tabella che segue (Tabella 5) presenta l'azionariato delle società oggetto dello studio. La distinzione si basa sull'appartenenza geografica degli azionisti: la prima colonna raccoglie azionisti, distinti nelle fattispecie giuridiche di persona fisica o giuridica, di nazionalità Italiana; la seconda colonna, invece, rappresenta la quota di azionisti esteri con la percentuale di azioni detenute sul totale (quest'ultimo dato non è stato reso disponibile per quasi la totalità delle società oggetto di studio dalla Banca Dati AIDA).

Tabella 5

	AZIONARIATO			
	ITALIA		ESTERO	
	PERSONE FISICHE	PERSONE GIURIDICHE	NR AZIONISTI	% AZIONARIATO
I QUARTILE	4	0	0	0
MEDIANA	5	0	0	0
III QUARTILE	9,25	1	0	0
MEDIA	13,32	2,57	0,07	7,40%

La situazione mostra una propensione all'azionariato autoctono, con numeri elevati di azionisti italiani nella compagine societaria delle società venete. Le prime 50 % società analizzate hanno almeno un azionista persona fisica, mentre risulta praticamente assente la presenza di società nella compagine societaria. Osservando la situazione oltre confine, si rileva l'assenza di azionisti di nazionalità estera.

Secondo Consob, al 2014 (anno in cui si rilevano la maggior parte dei dati delle società oggetto di studio), su 246 società quotate, ben 114 non hanno neppure un azionista estero rilevante (partecipazione maggiore del 2% sul capitale).

Questo per dare una prospettiva alquanto diffidente verso l'estero delle società venete, coerenti con le medie nazionali.

Dall'analisi dei dati rileviamo che mediamente ogni società veneta ha circa 17 azionisti, di cui 14 persone fisiche (l'azionariato è spesso diffuso tra i familiari, secondo il modello tradizionale) e 3 società commerciali (tra cui holding finanziarie o società con oggetto sociale simile).

Tra le società analizzate abbiamo dati alquanto estremi responsabili di un elevato valore medio: da un azionariato diffuso tra le persone fisiche, con EUROINTERIM SPA (159) e le società, si veda BIM BELLUNO INFRASTRUTTURE SPA (69 società azioniste).

La presenza di numeri così diversi di azionisti rende necessaria l'introduzione di concetti legati al primo capitolo inerente alla Governance aziendale. Anzitutto i dati dimostrano una coerenza con il modello di governance tradizionale (a proprietà concentrata), ove un ristretto numero di persone (tra cui l'imprenditore/fondatore e familiari) detiene la proprietà della società e decide sulle principali questioni dell'azienda. Questo delinea una serie di vantaggi legati all'unità di intenti (*vis padronale*) e ad una certa agilità nel prendere decisioni, dato che all'interno della famiglia vi sono spesso obiettivi di fondo comuni, ed una serie di svantaggi legati alla diffidenza nel ottenere capitale di rischio da altri soggetti estranei alla struttura familiare e debolezza manageriale (apporto di competenze tecniche ad opera dall'imprenditore/fondatore/chairman stesso), nonché una certa rigidità nelle decisioni dato il numero ristretto di soci/azionisti (Parbonetti A., 2012).

Alcune società mostrano altresì un azionariato abbastanza esteso, con quote unitarie detenute rasenti l'1%. In questo caso, nonostante il modello di governance rimanga quello tradizionale (dal punto di vista giuridico), dal punto di vista economico ci avviciniamo al modello della *public company* (proprietà polverizzata). Tale struttura, più visibile nelle società americane quotate che in quelle italiane e, per completezza, venete, ha come peculiarità la presenza di un capitale di rischio frazionato tra molti azionisti (con quote molto basse appunto). EUROINTERIM SPA presenta 159 azionisti con quote che vanno dal 4,47% allo 0,22%, con

conseguente difficoltà nel prendere decisioni data la mancanza di azionisti di riferimento. In questi casi gli azionisti/soci deliberano e nominano i componenti del CdA (spesso sono i familiari del chairman/fondatore); altre volte vengono nominati professionisti, con conseguenze legate al distacco tra proprietà e decisione e problemi di agenzia (i manager/agenti massimizzano il loro interesse a breve termine a discapito della società e degli azionisti/principali).

Se il controllo delle società a compagine ristretta (impresa padronale o consociativa) è affidato agli azionisti di riferimento (*insider system of control*), nelle società a proprietà polverizzata (casi tipici delle società quotate), il controllo avviene per mano del mercato. Il prezzo dei titoli azionari del mercato è un ottimo indicatore immediato delle performance aziendali ed è spesso vittima di variazioni per mano di mosse degli azionisti di minoranza attraverso aggregazioni e vendite con “i piedi” (hostile takeover). Questa soluzione offerta dal mercato è di per sé illecita nello scopo, in quanto se da un lato è un deterrente ai tentativi di arricchimento nel breve termine dei manager, dall’altro non garantisce sicurezza alcuna e stabilità per la società stessa.

Un compromesso tra questi due tipi di struttura di governo (padronale e public company) può essere, come già visto nel capitolo 1, l’impresa consociativa (o sistema dualistico nel nostro sistema giuridico). In tale sistema si presenta una situazione di azionariato intermedia: oltre ad una presenza importante e stabile di azionisti di riferimento (*nocciolo duro*), quote importanti del capitale di rischio sono detenute da banche, le quali garantiscono stabilità nel lungo periodo (portando tuttavia a svantaggi legati a un minore approccio al rischio).

I dati rilevati mostrano una situazione nettamente inferiore guardando agli azionisti stranieri. Quasi tutte le società analizzate non presentano all’interno della loro compagine societaria azionisti stranieri.

Su 93 società, 5 hanno almeno un azionista straniero. Solamente due su cinque di queste società hanno reso note le percentuali di possesso straniero, mostrando quote comprese tra il 4% ed il 7%. Nei casi oggetto di studio si tratta di Holding finanziarie straniere, un metodo alternativo al finanziamento bancario sempre più presente dopo la grave crisi economica degli ultimi anni.

4 CONCLUSIONI

I dati riassuntivi per ogni capitolo servivano a descrivere la situazione delle società venete in quel determinato settore (governance, capitale di finanziamento, partecipazioni ed azionariato) in un determinato anno di competenza.

Si vuole a tal proposito suddividere la situazione media per modello di governance adottato: per le società adottanti il modello tradizionale (90), le medie riassuntive del triennio 2012÷2015 descrivono un panorama molto significativo: il comportamento medio delle società venete è legato molto alla figura del imprenditore/padrone, con un rischio finanziario basso (dato il maggior ricorso al capitale di rischio che a quello di debito finanziario). Dal lato delle partecipazioni, si osserva un investimento in partecipazioni su società di capitali italiane, con una presenza all'estero comunque marcata e dominante. La compagine societaria risulta invece costituita pressoché da familiari o altri azionisti italiani, con bassa presenza di azionisti stranieri.

GOVERNANCE		
TRADIZIONALE	MONISTICO	DUALISTICO
1	0	0

CAPITALE DI FINANZIAMENTO			
DEBITI FINANZIARI		PATRIMONIO NETTO	DEBT/EQUITY RATIO
BT	M/L T		
€ 7.175.959,00	€ 16.341.184,38	€ 44.899.506,96	0,45

PARTECIPAZIONI					AZIONARIATO			
ITALIA			ESTERO		ITALIA		ESTERO	
SOC. DI PERSONE	SOC. DI CAPITALI	% MEDIA	NR PART.	% MEDIA	PERSONE FISICHE	PERSONE GIURIDICHE	NR AZIONISTI	% AZIONARIATO
0,02	5,76	48,60%	3,33	71,12%	9,22	2,60	0,07	7,40%

Il modello dualistico viene adottato da altre due società (SIRMAN SPA e TESTI GROUP SPA) di cui non possiamo avere una visione complessiva della struttura finanziaria, poiché TESTI GROUP SPA non ha reso noti tali dati. Nonostante SIRMAN SPA dimostri un debt/equity ratio maggiore di 1, non possiamo con certezza affermare che questo dato sia dovuto al modello di governance assunto per i pochi dati a disposizione.

Il Veneto si attesta quindi come regione esportatrice di tradizione e patriottismo, con una marcata presenza nel mercato internazionale.

Il rinnovato interesse per il Bel Paese si è dimostrato nell'ultimo periodo con un tentativo di delocalizzazione inversa (o *industrializzazione*), con conseguente ritorno all'investimento in patria.

I motivi, come dice Vittori Rudi nel suo libro *“Export, Delocalizzazione, Internazionalizzazione. Un’opportunità delle aziende italiane per superare la crisi”*, possono essere svariati: dal livellamento dei salari, alla mancanza di personale qualificato, agli investimenti cospicui per delocalizzare. Tutto ciò ha portato ad una tendenza inversa di rientro del capitale investito, con effetti positivi per il paese di origine (occupazione, incremento dei salari e dei consumi, incremento del PIL).

Concludendo, lo scopo di questa tesi è stato quello di tracciare il profilo medio di una tipica Società avente sede legale in Veneto. La ricerca del tipo di relazione tra governance adottata, metodi di finanziamento, partecipazioni ed azionariato risulta impraticabile a causa di peculiarità proprie per ogni società analizzata tali da non permettere di trovare un modello unico valido per questo tipo di società. La presenza di più profili differenti dipende, come ho cercato di descrivere nei capitoli precedenti, da fattori culturali, fattori territoriali, dalla storia della società stessa; in definitiva, non è possibile far rientrare in un unico schema ogni società veneta. Nonostante questo, si è comunque cercato di rappresentare la situazione media di una tipica società di capitali veneta dimostrando, attraverso tale raccolta dati, un profilo accomunante a basso rischio finanziario e con numerosi sbocchi commerciali in quasi tutti i continenti (salvo i casi più volte citati di situazioni estremamente differenti).¹⁵

¹⁵ NUMERO PAROLE: 11.455

BIBLIOGRAFIA

AIDA: Analisi Informatizzata Delle Aziende Italiane [online]. Bureau Van Dijk

ANON. Burgo Group: si chiude positivamente l'accordo per la ristrutturazione del debito. *Targatocn.it*, 31 Luglio 2015. Disponibile su: <<http://www.targatocn.it/2015/07/31/leggi-notizia/argomenti/saluzzese/articolo/burgo-group-si-chiude-positivamente-laccordo-per-la-ristrutturazione-del-debito.html>>. Data di Accesso [05/06/2016]

Art. 11 co. 4 Testo Unico Bancario

Art. 120 co. 2 e 3 Testo Unico sulla Finanza

Artt. 2348, 2357, 2361, 2380-*bis*, 2409-*bis* co.3, 2409-*duodecies* co.1, 2438 del Codice Civile.

BALZARINI, P., 2003. *La riforma del diritto societario*. Mondadori. Disponibile su: <http://www.pianetascuola.it/risorse/media/secondaria_secondo/strumenti/strumenti_30/pp_03_09.pdf> [Data di accesso: 05/05/2016]

BERK, J., DEMARZO, P., 2015. *Finanza aziendale I*, 3^a ed. Milano, Pearson Italia.

CETRA, A., et al., 2014. *Diritto commerciale*, aggiornato a L. 11 Agosto 2014, n. 116, volumi I-II. Torino, G. Giappichelli Editore.

DE MOLLI, V., VISANI, M., 2015. I vantaggi del modello monistico. *Il Sole 24 ore*, 05 Ago. Disponibile su: <<http://www.ilsole24ore.com/art/commenti-e-idee/2015-08-05/i-vantaggi-modello-monistico-063758.shtml?uuid=ACKmu8c>> [Data di accesso: 26/05/2016]

Dlgs. 17 Gennaio 2003, nn. 5 e 6.

FAVOTTO, F., BOZZOLAN, S., PARBONETTI, A., 2012. *Economia Aziendale: Modelli, misure, casi*, 3^a ed. Milano, McGraw-Hill.

L. 3 Ottobre 2001, n. 366.

LORANDI, F., 2015. Tosoni: concordato e due commissari. *L'Arena*, 11 Dicembre 2015. Disponibile su: <http://www.larena.it/home/economia/tosoni-concordato-e-due-commissari-1.4501298?refresh_ce#scroll=1254> Data di accesso [05/06/2016].

MIGLIAVACCA, L., CADEDDU, L., 2009. *I modelli di corporate governance*. Università degli Studi di Pavia.

Disponibile su: <<http://economia.unipv.it/tmp/corpo/3%20I%20modelli%20di%20Corporate%20Governance.pdf>>. Data di accesso [25/05/2016].

SLACK, N., BRANDON-JONES, A., JOHNSTON, R., 2013. *Operations Management*, 7th Edition. Harlow (UK): Pearson.

SOSTERO, U., FERRARESE, P., MANCIN, M., MARCON, C., 2014. *L'analisi economico-finanziaria di Bilancio*. Milano, Dott. A. Giuffrè Editore S.p.A.

VITTORI, R., 2013. *Export, delocalizzazione, internazionalizzazione. Un'opportunità delle aziende italiane per superare la crisi*. Franco Angeli.

TABELLE DATI

Governance

INFO				GOVERNANCE		
N	SOCIETA'	CODICE FISCALE	ANNO	TRADIZIONALE	MONISTICO	DUALISTICO
1	BURGO GROUP SPA	13051890153	31/12/2014	1	0	0
2	ACQUA MINERALE SAN BENEDETTO SPA	00593710247	31/12/2014	1	0	0
3	3 B - S.P.A.	01749830269	31/12/2014	1	0	0
4	FORGITAL ITALY SPA	12205490159	31/12/2014	1	0	0
5	GRISPORT SPA	00541850269	31/12/2014	1	0	0
6	MARELLI MOTORI SPA	08229580967	31/12/2014	1	0	0
7	PIIETRO FIORENTINI SPA	08620190150	31/12/2014	1	0	0
8	CORA' DOMENICO E FIGLI SPA	02170820241	31/12/2014	1	0	0
9	CENTRO CARNICOMPANY SPA	00900670282	31/12/2014	1	0	0
10	LAFERT SPA	00168750271	31/12/2014	1	0	0
11	CALZATURIFICIO S.C.A.R.P.A. SPA	00173370263	31/12/2014	1	0	0
12	FONDERIE SIME SPA	01275930236	01/01/2015	1	0	0
13	MASI AGRICOLA SPA	03546810239	31/12/2014	1	0	0
14	COMAS SPA	00200400265	31/12/2014	1	0	0
15	M.T.A. SPA	01028990289	31/12/2014	1	0	0
16	EUROINTERIM SPA	03304720281	31/12/2014	1	0	0
17	IMPRESA TONON SPA	01424610267	31/12/2014	1	0	0
18	OCM SPA	00187920277	31/12/2014	1	0	0
19	RUBELLI SPA	05091270487	31/12/2014	1	0	0
20	DISTILLERIE BONOLLO UMBERTO	00222760282	31/12/2014	1	0	0
21	SIRMAN SPA	00270140288	31/12/2014	0	0	1
22	RAVAGNAN SPA	00230620288	31/12/2014	1	0	0
23	COSTA LEVIGATRICI SPA	01476570245	31/12/2014	1	0	0
24	GASPARINI SPA	00170430276	31/12/2014	1	0	0

25	SORMA SPA	00165680273	31/12/2014	1	0	0
26	IMA-SAF SPA	00223830282	31/12/2014	1	0	0
27	CICLI ESPERIA SPA	02291540280	31/12/2014	1	0	0
28	FREZZA SPA	00767170269	31/12/2014	1	0	0
29	GIROLAMO LUXARDO SPA	00204340285	31/12/2014	1	0	0
30	STAR PENNSYLVANIA NEW FLOWER SPA	05122810582	31/12/2014	1	0	0
31	EUROSPIN ITALIA SPA	01604530061	31/12/2014	1	0	0
32	BERICA IMPIANTI SPA	03222100244	31/12/2014	1	0	0
33	FRAVEN SPA	00181580234	31/12/2014	1	0	0
34	IDROMEC SPA	00899200240	31/12/2014	1	0	0
35	DELLAS SPA	00519470173	31/12/2014	1	0	0
36	RONDA SPA	00793310244	31/12/2014	1	0	0
37	STUDIO ALTIERI	03100790249	31/12/2014	1	0	0
38	NAPOLEON ABRASIVESE SPA	00210020236	31/12/2014	1	0	0
39	OFFICINA MECCANICA F.LL TABARELLI SPA	00230870230	31/12/2014	1	0	0
40	ITALDIAMANTI SPA	00511950248	31/12/2014	1	0	0
41	BIM BELLUNO INFRASTRUTTURE SPA	00971880257	31/12/2014	1	0	0
42	SPANESI SPA	01298040286	31/12/2014	1	0	0
43	DITTA BORTOLO NARDINI SPA	00162820245	31/12/2014	1	0	0
44	AMA SPA	01971680267	31/12/2014	1	0	0
45	FERRARO GROUP SPA	00761090240	31/12/2014	1	0	0
46	JOB FINANCE DEVELOPMENT - GROUP SPA	02228280240	31/12/2014	1	0	0
47	DENTAL - ART SPA	00278740246	31/12/2014	1	0	0
48	AGRIBETON SPA	00179860267	31/12/2014	1	0	0
49	SYSTEMA SPA	02036480289	31/12/2014	1	0	0
50	GRUPPO INDUSTRIALE TOSONI SPA	00564610236	31/12/2014	1	0	0
51	POLITECNICO 80 SPA	01505400281	31/12/2014	1	0	0
52	PITTARELLO HOLDING SPA	01574940282	31/12/2014	1	0	0
53	DEGREÀ SPA	00227210283	30/06/2015	1	0	0
54	SAFAS GROUP SPA	00150080240	31/12/2014	1	0	0
55	DOFIN SPA	03305680245	31/12/2014	1	0	0
56	FINSIMO SPA	02169760242	31/12/2014	1	0	0

57	SCRINIUM SPA	03880800275	31/12/2014	1	0	0
58	HELIOS GROUP SPA	02026490249	31/12/2014	1	0	0
59	ZIGNAGO HOLDING SPA	03781170281	31/12/2014	1	0	0
60	CORDIFIN SPA	02137380230	31/12/2014	1	0	0
61	TESTI GROUP SPA	02127900237	31/12/2014	0	0	1
62	PIETRO GIOVANNI CANDEO SPA	02322820280	31/12/2012	nd	nd	nd
63	T.E.S.I. SPA	00453950230	31/12/2014	1	0	0
64	BAS GROUP SPA	03480000243	30/06/2015	1	0	0
65	VENEZIA SPA	00558390266	31/12/2014	1	0	0
66	AF SPA	02779790233	31/12/2014	1	0	0
67	BIONDAN SCALIGERA SPA	01279960239	31/12/2014	1	0	0
68	MALTAURO PARTECIPAZIONI SPA	01824270245	31/12/2014	1	0	0
69	EVOLUZIONE SPA	11028980156	31/12/2014	1	0	0
70	DELTA ERRE SPA	00310490289	31/12/2014	1	0	0
71	DITRE HOLDING SPA	00499160265	31/12/2014	1	0	0
72	FORNACE MONFENERA SPA	00196450266	31/12/2014	1	0	0
73	PIOVESANA HOLDING SPA	01910580263	31/12/2014	1	0	0
74	RCH GROUP SPA	00193390267	31/12/2014	1	0	0
75	GRAMARFIN SPA	02231900248	31/12/2014	1	0	0
76	VENETWORK SPA	03686250246	31/12/2014	1	0	0
77	INTESA HOLDING SPA	01905000244	31/12/2014	1	0	0
78	M31 SPA	04155030283	31/12/2014	1	0	0
79	MARSA ALAM RESORT SPA	03303430239	31/12/2014	1	0	0
80	HOLDING F.I.S. SPA	01348120930	31/12/2014	1	0	0
81	BRITAFIN SPA	95069770246	30/06/2015	1	0	0
82	FONDEMENTA SAPA	03329540243	31/12/2014	1	0	0
83	HGM SPA	01791370024	31/12/2014	1	0	0
84	DAFIN SPA	00927960245	31/12/2014	1	0	0
85	NEIP III SPA	04256590268	31/12/2014	1	0	0
86	H-FARM SPA	03944860265	31/12/2014	1	0	0
87	ZOPPAS FINANZIARIA SPA	03845140262	31/12/2014	1	0	0
88	COLORI SPA	03762290264	31/12/2014	1	0	0
89	STAM HOLDING SPA	03681930263	31/12/2014	1	0	0
90	GRUPPO MONTI SPA	01218060265	31/12/2014	1	0	0
91	ZOPPAS INDUSTRIES SPA	00179770268	31/12/2014	1	0	0

92	FINCOMP - PLASTIC SPA	04604420283	31/12/2014	1	0	0
93	ORIZZONTI SPA	02578250249	31/12/2014	1	0	0

Capitale di Finanziamento

INFO				CAPITALE DI FINANZIAMENTO			
N	SOCIETA'	CODICE FISCALE	ANNO	DEBITI FINANZIARI		PATRIMONIO NETTO	DEBT/ EQUITY RATIO
				BT	M/L T		
1	BURGO GROUP SPA	13051890153	31/12/2014	€ 233.319.000	€ 736.725.000	€ 225.528.000	4,30
2	ACQUA MINERALE SAN BENEDETTO SPA	00593710247	31/12/2014	€ 29.553.898	€ 40.000.000	€ 208.265.990	0,33
3	3 B - S.P.A.	01749830269	31/12/2014	€ 252.770	€ 984.665	€ 47.128.800	0,03
4	FORGITAL ITALY SPA	12205490159	31/12/2014	€ 23.429.953	€ 13.000.000	€ 73.585.594	0,50
5	GRISPORT SPA	00541850269	31/12/2014	€ 6.133.649	€ 0	€ 44.131.416	0,14
6	MARELLI MOTORI SPA	08229580967	31/12/2014	€ 5.680.000	€ 76.240.000	€ 134.595.275	0,61
7	PIETRO FIORENTINI SPA	08620190150	31/12/2014	€ 19.917.967	€ 20.066.460	€ 61.635.458	0,65
8	CORA' DOMENICO E FIGLI SPA	02170820241	31/12/2014	€ 54.349.157	€ 22.382.879	€ 137.179.278	0,56
9	CENTRO CARNICOMP ANY SPA	00900670282	31/12/2014	€ 1.787.807	€ 350.000	€ 10.473.498	0,20
10	LAFERT SPA	00168750271	31/12/2014	€ 14.419.000	€ 4.740.000	€ 23.124.000	0,83
11	CALZATURIF ICIO S.C.A.R.P.A. SPA	00173370263	31/12/2014	€ 160.000	€ 0	€ 41.418.314	0,004
12	FONDERIE SIME SPA	01275930236	01/01/2015	€ 9.185.282	€ 5.709.006	€ 22.570.763	0,660

13	MASI AGRICOLA SPA	03546810239	31/12/2014	€ 5.185.856	€ 16.959.903	€ 82.572.235	0,27
14	COMAS SPA	00200400265	31/12/2014	€ 0	€ 0	€ 68.991.541	0,00
15	M.T.A. SPA	01028990289	31/12/2014	€ 13.621.511	€ 9.849.833	€ 20.041.956	1,17
16	EUROINTERI M SPA	03304720281	31/12/2014	€ 2.544.606	€ 0	€ 1.478.660	1,72
17	IMPRESA TONON SPA	01424610267	31/12/2014	€ 779.121	€ 27.018.837	€ 66.869.013	0,42
18	OCM SPA	00187920277	31/12/2014	€ 15.860.467	€ 8.067.758	€ 16.902.808	1,42
19	RUBELLI SPA	05091270487	31/12/2014	€ 1.597.397	€ 2.976.442	€ 25.484.292	0,18
20	DISTILLERIE BONOLLO UMBERTO	00222760282	31/12/2014	€ 8.427.778	€ 4.236.842	€ 13.213.202	0,96
21	SIRMAN SPA	00270140288	31/12/2014	€ 10.989.089	€ 4.846.405	€ 10.247.794	1,55
22	RAVAGNAN SPA	00230620288	31/12/2014	€ 977.994	€ 2.536.133	€ 38.312.097	0,09
23	COSTA LEVIGATRICI SPA	01476570245	31/12/2014	€ 16.214	€ 0	€ 27.833.824	0,001
24	GASPARINI SPA	00170430276	31/12/2014	€ 1.824.088	€ 5.138.950	€ 16.060.687	0,43
25	SORMA SPA	00165680273	31/12/2014	€ 308.457	€ 0	€ 13.148.198	0,02
26	IMA-SAF SPA	00223830282	31/12/2014	€ 5.533.190	€ 6.612.267	€ 35.413.239	0,34
27	CICLI ESPERIA SPA	02291540280	31/12/2014	€ 8.319.912	€ 329.170	€ 11.833.722	0,73
28	FREZZA SPA	00767170269	31/12/2014	€ 4.151.589	€ 8.141.596	€ 14.238.161	0,86
29	GIROLAMO LUXARDO SPA	00204340285	31/12/2014	€ 6.739	€ 0	€ 16.747.396	0,0004
30	STAR PENNSYLVANIA NEW FLOWER SPA	05122810582	31/12/2014	€ 6.731.844	€ 900.000	€ 27.785.420	0,27
31	EUROSPIN ITALIA SPA	01604530061	31/12/2014	€ 8.624	€ 0	€ 69.215.380	0,0001
32	BERICA IMPIANTI SPA	03222100244	31/12/2014	€ 3.579.641	€ 469.211	€ 3.506.573	1,15
33	FRAVEN SPA	00181580234	31/12/2014	€ 4.709.531	€ 1.247.946	€ 1.463.123	4,07
34	IDROMEC SPA	00899200240	31/12/2014	€ 0	€ 0	€ 12.489.650	0,00

35	DELLAS SPA	00519470173	31/12/2014	€ 6.927.206	€ 4.398.820	19.207.517	0,59
36	RONDA SPA	00793310244	31/12/2014	€ 7.357.029	€ 1.909.896	31.573.082	0,29
37	STUDIO ALTIERI	03100790249	31/12/2014	€ 13.235.816	€ 3.814.907	€ 5.645.150	3,02
38	NAPOLEON ABRASIVESE SPA	00210020236	31/12/2014	€ 2.720.325	€ 344.028	€ 2.337.046	1,31
39	OFFICINA MECCANICA F.LL TABARELLI SPA	00230870230	31/12/2014	€ 0	€ 0	€ 12.051.087	0,00
40	ITALDIAMA NTI SPA	00511950248	31/12/2014	€ 2.691.205	€ 588.167	€ 5.835.635	0,56
41	BIM BELLUNO INFRASTRUT TURE SPA	00971880257	31/12/2014	€ 5.950.716	€ 11.319.395	€ 32.873.051	0,53
42	SPANESI SPA	01298040286	31/12/2014	€ 4.276.172	€ 1.782.822	€ 4.306.100	1,41
43	DITTA BORTOLO NARDINI SPA	00162820245	31/12/2014	€ 0	€ 0	€ 60.940.929	0,00
44	AMA SPA	01971680267	31/12/2014	€ 2.255.457	€ 1.223.887	€ 4.070.471	0,85
45	FERRARO GROUP SPA	00761090240	31/12/2014	€ 2.922.228	€ 349.778	€ 2.569.669	1,27
46	JOB FINANCE DEVELOPME NT - GROUP SPA	02228280240	31/12/2014	€ 648.780	€ 142.284	€ 2.138.779	0,37
47	DENTAL - ART SPA	00278740246	31/12/2014	€ 0	€ 0	€ 3.471.567	0,00
48	AGRIBETON SPA	00179860267	31/12/2014	€ 2.735.296	€ 0	€ 9.178.391	0,30
49	SYSTEMA SPA	02036480289	31/12/2014	€ 1.052.534	€ 100.000	€ 1.700.354	0,68
50	GRUPPO INDUSTRIAL E TOSONI SPA	00564610236	31/12/2014	€ 44.185.254	€ 36.238.580	-€ 67.887.093	-1,18
51	POLITECNIC O 80 SPA	01505400281	31/12/2014	€ 213.393	€ 0	€ 2.824.602	0,08
52	PITTARELLO HOLDING SPA	01574940282	31/12/2014	nd	€ 0	€ 83.174.997	nd
53	DEGREÀ SPA	00227210283	30/06/2015	€ 417.323	€ 1.279.281	€ 6.447.682	0,26
54	SAFAS GROUP SPA	00150080240	31/12/2014	€ 1.502	€ 0	€ 34.525.318	0,0000 4

55	DOFIN SPA	03305680245	31/12/2014	€ 0	€ 0	€ 100.334.410	0,00
56	FINSIMO SPA	02169760242	31/12/2014	€ 0	€ 0	€ 48.554.879	0,00
57	SCRINIUM SPA	03880800275	31/12/2014	€ 582.671	€ 72.666	€ 422.331	1,55
58	HELIOS GROUP SPA	02026490249	31/12/2014	€ 6.788.928	€ 935.495	€ 11.806.121	0,65
59	ZIGNAGO HOLDING SPA	03781170281	31/12/2014	€ 10.625.000	€ 20.000.000	€ 561.851.742	0,05
60	CORDIFIN SPA	02137380230	31/12/2014	€ 7.222.029	€ 34.280.000	€ 125.182.944	0,33
61	TESTI GROUP SPA	02127900237	31/12/2014	nd	nd	€ 4.823.169	nd
62	PIETRO GIOVANNI CANDEO SPA	02322820280	31/12/2012	€ 247.186	€ 619.763	€ 16.717.472	0,05
63	T.E.S.I. SPA	00453950230	31/12/2014	€ 0	€ 0	€ 4.992.030	0,00
64	BAS GROUP SPA	03480000243	30/06/2015	€ 550.312	€ 900.000	€ 10.267.582	0,14
65	VENEZIA SPA	00558390266	31/12/2014	€ 967.538	€ 57.528	€ 5.609.845	0,18
66	AF SPA	02779790233	31/12/2014	€ 5.700	€ 21.629	€ 469.936	0,06
67	BIONDAN SCALIGERA SPA	01279960239	31/12/2014	€ 0	€ 0	€ 2.386.246	0,00
68	MALTAURO PARTECIPAZIONI SPA	01824270245	31/12/2014	€ 0	€ 0	€ 13.790.190	0,00
69	EVOLUZIONI SPA	11028980156	31/12/2014	€ 0	€ 0	€ 66.894.788	0,00
70	DELTA ERRE SPA	00310490289	31/12/2014	€ 0	€ 0	€ 1.244.357	0,00
71	DITRE HOLDING SPA	00499160265	31/12/2014	€ 446.515	€ 1.127.515	€ 19.710.124	0,08
72	FORNACE MONFENERA SPA	00196450266	31/12/2014	€ 0	€ 0	€ 3.163.940	0,00
73	PIOVESANA HOLDING SPA	01910580263	31/12/2014	€ 12.270.875	€ 0	€ 41.648.904	0,29
74	RCH GROUP SPA	00193390267	31/12/2014	€ 0	€ 1.657.394	€ 10.453.952	0,16
75	GRAMARFIN SPA	02231900248	31/12/2014	€ 0	€ 0	€ 3.502.775	0,00
76	VENETWORK SPA	03686250246	31/12/2014	€ 0	€ 0	€ 1.115.987	0,00

77	INTESA HOLDING SPA	01905000244	31/12/2014	€ 0	€ 0	€ 15.620.319	0,00
78	M31 SPA	04155030283	31/12/2014	€ 44.356	€ 0	€ 4.135.169	0,01
79	MARSA ALAM RESORT SPA	03303430239	31/12/2014	€ 973.766	€ 7.938.043	€ 6.876.825	1,30
80	HOLDING F.I.S. SPA	01348120930	31/12/2014	€ 12.027.778	€ 75.605.556	€ 141.639.170	0,62
81	BRITAFIN SPA	95069770246	30/06/2015	€ 0	€ 0	€ 31.519.510	0,00
82	FONDAMEN TA SAPA	03329540243	31/12/2014	€ 0	€ 0	€ 19.181.217	0,00
83	HGM SPA	01791370024	31/12/2014	€ 2.488.935	€ 8.007.715	€ 84.727.271	0,12
84	DAFIN SPA	00927960245	31/12/2014	€ 2.792.681	€ 6.528.310	€ 12.092.791	0,77
85	NEIP III SPA	04256590268	31/12/2014	€ 0	€ 0	€ 10.277.168	0,00
86	H-FARM SPA	03944860265	31/12/2014	€ 0	€ 0	€ 13.533.411	0,00
87	ZOPPAS FINANZIARI A SPA	03845140262	31/12/2014	€ 307	€ 230.000.000	€ 527.283.295	0,44
88	COLORI SPA	03762290264	31/12/2014	€ 0	€ 0	€ 2.740.206	0,00
89	STAM HOLDING SPA	03681930263	31/12/2014	€ 0	€ 0	€ 22.293.106	0,00
90	GRUPPO MONTI SPA	01218060265	31/12/2014	€ 975	€ 0	€ 15.418.508	0,0001
91	ZOPPAS INDUSTRIES SPA	00179770268	31/12/2014	€ 0	€ 0	€ 134.139.660	0,00
92	FINCOMP - PLASTIC SPA	04604420283	31/12/2014	€ 0	€ 0	€ 12.970.014	0,00
93	ORIZZONTI SPA	02578250249	31/12/2014	€ 908.707	€ 5.400.000	€ 82.883.006	0,08

Partecipazioni ed Azionariato

INFO		PARTECIPAZIONI					AZIONARIATO			
N	SOCIETA'	ITALIA			ESTERO		ITALIA		ESTERO	
		SOC. DI PERSONE	SOC. DI CAPITALI	% MEDIA	NR PART.	% MEDIA	P. FISICHE	P. GIURIDICHE	NR AZIONI	% AZIONI
1	BURGO GROUP SPA	0	10	60,11 %	12	87,51%	18	6	2	n.d
2	ACQUA MINERALE SAN BENEDETTO SPA	0	6	83,33 %	7	71,29%	0	1	0	0
3	3 B - S.P.A.	0	0	0,00%	2	48,50%	4	0	0	0
4	FORGITAL ITALY SPA	0	4	62,80 %	2	100,00 %	2	2	1	n.d
5	GRISPORT SPA	0	0	0,00%	1	99,00%	5	1	0	0
6	MARELLI MOTORI SPA	0	0	0,00%	8	92,85%	9	0	1	n.d
7	PIETRO FIORENTINI SPA	0	2	70,00 %	19	62,92%	4	0	0	0
8	CORA' DOMENICO E FIGLI SPA	0	2	23,50 %	4	99,98%	8	0	0	0
9	CENTRO CARNICOMPANY SPA	0	1	51,00 %	1	50,00%	4	0	0	0
10	LAFERT SPA	0	2	100,00 %	12	66,33%	5	3	0	0
11	CALZATURIFICIO S.C.A.R.P.A. SPA	0	2	61,79 %	8	77,86%	5	0	0	0
12	FONDERIE SIME SPA	0	2	nd	2	100,00 %	1	0	0	0
13	MASI AGRICOLA SPA	0	11	53,44 %	1	100,00 %	3	3	0	0
14	COMAS SPA	0	2	60,50 %	4	90,00%	9	1	0	0
15	M.T.A. SPA	0	0	0,00%	8	67,36%	9	0	0	0
16	EUROINTERIM SPA	0	0	0,00%	1	100,00 %	159	1	0	0

17	IMPRESA TONON SPA	0	8	50,35 %	18	45,52%	5	0	0	0
18	OCM SPA	0	2	100,00 %	1	51,30%	4	1	0	0
19	RUBELLI SPA	0	0	0,00%	6	75,32%	5	1	0	0
20	DISTILLERIE BONOLLO UMBERTO	0	2	6,86%	1	51,00%	7	0	0	0
21	SIRMAN SPA	0	2	51,30 %	2	65,00%	5	0	0	0
22	RAVAGNAN SPA	0	8	36,95 %	3	99,99%	12	0	0	0
23	COSTA LEVIGATRICI SPA	0	0	0,00%	2	99,99%	5	0	0	0
24	GASPARINI SPA	0	0	0,00%	1	54,80%	6	0	0	0
25	SORMA SPA	0	2	25,01 %	2	38,04%	11	0	0	0
26	IMA-SAF SPA	0	6	83,67 %	2	90,00%	22	0	0	0
27	CICLI ESPERIA SPA	0	2	0,33%	1	90,00%	8	0	0	0
28	FREZZA SPA	0	4	90,23 %	2	99,30%	5	1	0	0
29	GIROLAMO LUXARDO SPA	0	0	0,00%	1	100,00 %	9	0	0	0
30	STAR PENNSYLVANIA NEW FLOWER SPA	0	2	0,11%	1	100,00 %	30	1	0	0
31	EUROSPIN ITALIA SPA	0	5	89,91 %	1	91,70%	0	4	0	0
32	BERICA IMPIANTI SPA	0	4	49,63 %	1	95,00%	5	1	0	0
33	FRAVEN SPA	0	0	0,00%	1	100,00 %	9	0	0	0
34	IDROMEC SPA	0	0	0,00%	1	50,00%	6	0	0	0
35	DELLAS SPA	0	4	0,72%	3	100,00 %	7	0	0	0
36	RONDA SPA	0	2	87,00 %	5	43,76%	5	0	0	0
37	STUDIO ALTIERI	0	13	34,90 %	3	53,83%	8	0	0	0
38	NAPOLEON ABRASIVESE SPA	0	1	48,00 %	1	40,00%	2	1	0	0

39	OFFICINA MECCANICA F.LL TABARELLI SPA	0	1	nd	1	50,00%	6	0	0	0
40	ITALDIAMA NTI SPA	0	0	0,00%	1	100,00 %	nd	nd	nd	nd
41	BIM BELLUNO INFRASTRUT TURE SPA	0	9	41,43 %	0	0,00%	0	69	0	0
42	SPANESI SPA	0	1	100,00 %	4	81,00%	5	0	0	0
43	DITTA BORTOLO NARDINI SPA	0	1	23,08 %	1	99,95%	16	1	0	0
44	AMA SPA	0	1	100,00 %	1	100,00 %	4	0	0	0
45	FERRARO GROUP SPA	0	0	0,00%	1	100,00 %	4	0	0	0
46	JOB FINANCE DEVELOPME NT - GROUP SPA	0	5	76,30 %	0	0,00%	3	4	0	0
47	DENTAL - ART SPA	0	4	100,00 %	2	71,50%	8	0	0	0
48	AGRIBETON SPA	0	3	25,36 %	3	98,33%	17	0	0	0
49	SYSTEMA SPA	0	0	0,00%	4	78,75%	4	2	0	0
50	GRUPPO INDUSTRIAL E TOSONI SPA	0	16	37,09 %	8	98,41%	5	0	0	0
51	POLITECNIC O 80 SPA	0	0	0,00%	1	70,00%	8	0	0	0
52	PITTARELLO HOLDING SPA	0	2	6,18%	1	100,00 %	4	0	0	0
53	DEGREÀ SPA	0	2	0,02%	1	100,00 %	26	0	0	0
54	SAFAS GROUP SPA	0	9	64,49 %	2	90,00%	6	0	0	0
55	DOFIN SPA	0	4	75,00 %	7	83,33%	1	7	0	0
56	FINSIMO SPA	0	6	94,25 %	1	58,30%	4	0	0	0
57	SCRINIUM SPA	0	1	60,00 %	1	55,00%	3	1	0	0
58	HELIOS GROUP SPA	0	6	72,49 %	0	0,00%	4	1	0	0

59	ZIGNAGO HOLDING SPA	0	10	77,17 %	10	57,14%	0	5	0	0
60	CORDIFIN SPA	0	16	54,44 %	3	100,00 %	0	2	0	0
61	TESTI GROUP SPA	0	5	66,47 %	1	85,00%	9	0	0	0
62	PIETRO GIOVANNI CANDEO SPA	0	0	0,00%	1	50,00%	2	0	0	0
63	T.E.S.I. SPA	0	0	0,00%	1	70,00%	2	0	0	0
64	BAS GROUP SPA	0	5	87,60 %	1	24,50%	9	0	0	0
65	VENEZIA SPA	0	2	100,00 %	2	100,00 %	0	3	0	0
66	AF SPA	0	66	68,25 %	6	90,44%	13	13	1	4%
67	BIONDAN SCALIGERA SPA	0	4	80,00 %	1	20,00%	4	0	0	0
68	MALTAURO PARTECIPAZ IONI SPA	0	31	57,79 %	3	50,00%	3	1	0	0
69	EVOLUZION E SPA	0	5	59,90 %	0	0,00%	4	0	0	0
70	DELTA ERRE SPA	0	98	66,52 %	2	52,50%	46	3	0	0
71	DITRE HOLDING SPA	0	2	100,00 %	2	90,00%	6	0	0	0
72	FORNACE MONFENER A SPA	0	0	0,00%	1	100,00 %	10	0	0	0
73	PIOVESANA HOLDING SPA	1	4	54,14 %	1	50,00%	2	0	0	0
74	RCH GROUP SPA	0	4	65,28 %	1	100,00 %	4	0	0	0
75	GRAMARFIN SPA	0	3	65,67 %	1	98,00%	4	0	0	0
76	VENETWOR K SPA	0	3	27,26 %	1	100,00 %	21	31	0	0
77	INTESA HOLDING SPA	0	2	100,00 %	0	0,00%	11	26	0	0
78	M31 SPA	0	3	55,33 %	0	0,00%	15	4	1	6,4
79	MARSA ALAM RESORT SPA	0	0	0,00%	1	99,00%	12	3	0	0

80	HOLDING F.I.S. SPA	0	3	70,00 %	8	85,73%	16	0	0	0
81	BRITAFIN SPA	0	2	99,00 %	4	98,97%	1	1	0	0
82	FONDAMEN TA SAPA	0	1	100,00 %	1	100,00 %	6	0	0	0
83	HGM SPA	0	5	62,40 %	7	50,58%	10	0	0	0
84	DAFIN SPA	0	6	70,98 %	2	84,89%	12	0	0	0
85	NEIP III SPA	0	5	40,85 %	0	0,00%	0	1	0	0
86	H-FARM SPA	0	34	26,99 %	2	100,00 %	25	24	0	0
87	ZOPPAS FINANZIARI A SPA	0	0	0,00%	5	74,75%	0	1	0	0
88	COLORI SPA	1	3	62,31 %	1	77,98%	4	0	0	0
89	STAM HOLDING SPA	0	3	78,06 %	1	1%	3	0	0	0
90	GRUPPO MONTI SPA	0	4	89,98 %	6	36,85%	14	0	0	0
91	ZOPPAS INDUSTRIES SPA	0	3	83,33 %	32	73%	5	0	0	0
92	FINCOMP - PLASTIC SPA	0	2	93,00 %	5	100%	4	0	0	0
93	ORIZZONTI SPA	0	9	82,91 %	0	0%	11	0	0	0