

Alma Mater Studiorum – Università di Bologna

Facoltà di Agraria, DEIAgra - Dipartimento di Economia e
Ingegneria Agrarie

DOTTORATO DI RICERCA IN ECONOMIA E POLITICA AGRARIA E ALIMENTARE: PROGETTO N. 1 "ECONOMIA ALIMENTARE"

Ciclo XX

Settore scientifico disciplinari di afferenza: AGR/01

TITOLO TESI

*Gli assetti proprietari e di controllo
nell'agroalimentare italiano*

Presentata da: Dr Franco Baraldi

Coordinatore Dottorato

Prof. Vittorio Gallerani

Relatore

Prof. Domenico Regazzi

Correlatore

Prof. Rino Ghelfi

Esame finale anno 2009

A mia moglie

INDICE

Capitolo 1	OBIETTIVI.....	4
Capitolo 2	IL SISTEMA AGROALIMENTARE	8
Capitolo 3	ASSETTI PROPRIETARI E DI CONTROLLO	12
	Corporate governance	12
	Approccio analitico.....	17
	Modello “Strategia – Assetto proprietario – Assetto di governance”.....	22
	Assetti proprietari, di controllo e performance	25
	Forme giuridiche e cenni normativi.....	31
Capitolo 4	MATERIALI E METODI	38
	Metodi.....	38
	Variabili e letteratura relativa, modello	38
	Materiali.....	47
Capitolo 5	RISULTATI.....	49
	Risultati attesi	49
	Risultati, analisi descrittiva.....	51
	Risultati, analisi inferenziale.....	73
Capitolo 6	CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE	80
	BIBLIOGRAFIA	88

Capitolo 1 OBIETTIVI

Il primo elemento che ogni indagine può rilevare *ex ante* attiene all'incidente che ha incuriosito il ricercatore.

Nel presente caso il fattore scatenante è frutto di una constatazione sui grandi fallimenti che hanno coinvolto il nostro sistema paese negli ultimi venti anni: Ferruzzi, Cirio-Brombill e Parmalat.

Tre *default* dalle dimensioni miliardarie: Ferruzzi nel 1993 per circa 9 miliardi di euro, che ai prezzi correnti superano i 14 miliardi; Cirio nel 2002 per oltre 1 miliardo di euro; Parmalat per circa 14 miliardi di euro, pari oggi a quasi 22 miliardi.

Importi che lasciano impressionati ancora oggi, anche dopo i fallimenti scatenati dalla crisi economica in corso, ma ciò che dovrebbe sconcertare ancora di più è il settore di appartenenza delle tre società. Si tratta infatti di tre imprese attive nell'agroalimentare, il settore anticiclico per definizione, quello più solido.

I vantaggi peculiari del settore hanno finito per assumere il ruolo dei contrappassi danteschi.

La solidità è legata al fatto che i prodotti del settore primario - più o meno trasformati - incontrano un mercato tendenzialmente stabile, costante, legato alla fisiologia umana, alla nostra necessità di alimentarci, ed offre ai decisori aziendali la possibilità di indebitarsi con un'alea inferiore alla media. Fatturati generalmente più stabili permettono una più definita programmazione finanziaria: questo è quanto viene insegnato nei corsi basilari di economia aziendale.

Il vantaggio del settore, tuttavia, è associato ad uno svantaggio, quello di avere una redditività inferiore, risultato coerente del *trade-off* rischio - risultato che regola le economie di mercato.

Il problema per tutte e tre le imprese è stato quindi di natura finanziaria più che industriale.

Ma chi era il decisore? Qual'era l'assetto proprietario delle tre imprese?

Tutte e tre erano grandi imprese, quotate sul mercato azionario, con un assetto proprietario concentrato nelle mani di tre famiglie: Gardini/Ferruzzi, Cagnotti (Cirio), Tanzi (Parmalat).

Il fine principale di questa indagine è così quello di approfondire ed evidenziare le relazioni presenti tra assetto proprietario e *performance* conseguite nell'agro-alimentare italiano. Con il termine assetto proprietario facciamo riferimento alla distribuzione dei diritti di proprietà tra i vari soggetti che partecipano alla vita dell'istituto (*stakeholder*). I diritti di proprietà sono due e sono in realtà diritti-doveri e sono quelli di: governo dell'istituto e di godimento/assunzione di responsabilità dei risultati reddituali e patrimoniali dell'istituto.

Per *performance* intendiamo in questa sede il complesso di manifestazioni delle dinamiche aziendali relativo in particolare ai risultati di natura reddituale e finanziaria.

Il dominio dell'indagine è confinato da alcune scelte che permettono di focalizzare l'attenzione e di subire un gradiente inferiore di distorsioni ambientali. In tal modo lo studio intende porsi come spunto per ulteriori analisi che prevedano diverse variabili o specifiche filiere nell'agroalimentare.

Un ulteriore obiettivo è quello di fornire elementi utili in merito alla conoscenza del settore agroalimentare nazionale.

Infine è evidente che lo studio della letteratura economica ci permetterà di evidenziare alcuni tratti salienti della *corporate governance*.

Questo ambito di ricerca da un lato riveste caratteri di attualità evidenti per quanto sopra riportato, ed ancora di più con riferimento all'attuale crisi economica, dall'altro lato può offrire spunti di originalità, non essendo la letteratura feconda di indagini focalizzate sul settore agroalimentare. Peraltro, il tema è risalente, considerando che i primi studi sono degli anni trenta, Berle e Means (1932), Mason (1939).

Lo studio diparte dal sistema agroalimentare e offre un sommario quadro atto a mostrare, tra l'altro, il ruolo fondamentale giocato in termini economici ed occupazionali.

Si passa quindi alla disamina studio della storia e degli aspetti definatori della *corporate governance* che, secondo Schleifer e Vishny (1997), “ha a che fare con i modi con cui chi fornisce i fondi alle imprese si assicura di avere un ritorno dal proprio investimento”¹.

L'approccio della ricerca è di natura economica piuttosto che giuridica e si basa sul modello “struttura – comportamento – *performance*”.

Airoldi e Zattoni (2005), sulla scorta del suddetto modello, delineano la relazione di coerenza tra assetto strategico, assetto proprietario e assetto di *governance*. Il presente lavoro si muove all'interno di questo modello, focalizzando l'attenzione sull'assetto proprietario.

Il modello proposto è di tipo *contingency* e segue Spaventa (2001) di fronte alla domanda se vi siano validi motivi per stabilire la superiorità di un assetto proprietario rispetto ad un altro. Egli infatti risponde che “la superiorità deve essere valutata in termini di efficienza, ovvero di effetti sulla *performance* e, come oggi si dice, sulla creazione di valore”.

Diviene così evidente la scelta di verificare il rapporto tra proprietà e *performance*.

Il tema della scelta metodologica con cui analizzare i dati è stato affrontato individuando un'analisi che combinasse statistica descrittiva e inferenziale, quest'ultima con una regressione lineare multivariata, con il metodo dei minimi quadrati, utilizzando quindi dati *panel* per 199 imprese ed una serie storica di dieci anni. Le imprese oggetto di studio presentano tutte un fatturato superiore ai 50 milioni di euro.

Il modello della regressione prevede, quale variabile dipendente la *performance*, in una duplice applicazione: una che la individua nel ROI – *Return on Investment*, l'altra nel ROS – *Return on Sale*.

Le variabili indipendenti indagate sono relative all'assetto proprietario (forma giuridica e concentrazione proprietaria), all'assetto

¹ P.737.

finanziario (*leverage* e indice di liquidità) e all'ambiente in cui le imprese operano (settore di attività, agricoltura, industria alimentare, industria delle bevande; macroarea territoriale, nord, centro, sud e isole).

Capitolo 2 IL SISTEMA AGROALIMENTARE

Il presente lavoro intende indagare il ruolo giocato dall'assetto proprietario e di controllo nell'agroalimentare italiano, più precisamente nel sistema agroalimentare italiano.

Il sistema agroalimentare, inteso come insieme complesso di attività coinvolte nel flusso di beni e servizi dal punto iniziale delle aziende agricole fino ai consumatori finali, ha però una dimensione eccessivamente ampia. In particolare per arrivare al consumatore finale incorpora anche l'ambito commerciale, quello della distribuzione.

Una definizione ristretta, più volte presente negli studi di economia agraria, "agricoltura + industria alimentare" (Henke, 1999), permette di focalizzare l'attenzione sulla prima parte del flusso economico.

Tabella 1.1 "Principali componenti del sistema agroindustriale ai prezzi di base (mio. Euro)", 2007

Componenti	Importi
VA dell'agricoltura	27.926
Consumi intermedi agricoli	20.723
Commercio e distribuzione	97.661
VA Industria alimentare	23.608
VA Servizi di ristorazione	35.143
Imposte indirette settori agroindustriali	13.506
Sostegni alla produzione ¹	2.839
Investimenti agroindustriali ²	19.145
TOTALE	240.551

¹ Importo riferito alle sovvenzioni per l'agricoltura sulla "produzione ed attività d'impresa"; la quota delle sovvenzioni sui "prodotti agricoli", pari a 1.364 milioni di euro, è inclusa nel valore aggiunto agricolo ai prezzi di base.

² Stima su dati ISTAT

Fonte: Inea

Nella definizione allargata il sistema, ai prezzi di base nel 2007, supera i 240 miliardi di euro sfiorando il 16% del Prodotto interno lordo (tab. 1.1).

Se consideriamo solo il valore aggiunto dell'agricoltura - al netto dell'intervento statale (imposte e sostegni) - e dell'industria alimentare l'incidenza sul PIL scende al 3,3%².

In ogni caso il sistema agroalimentare³ ha un ruolo rilevante per l'economia nazionale con circa 1.770mila imprese - di cui 70mila imprese alimentari - che danno lavoro, nel 2007, a 1.313mila occupati, dei quali 923mila in agricoltura e 390mila nell'industria alimentare.

L'industria alimentare rappresenta oltre il 12% dell'industria italiana risultando il secondo settore, dietro solamente a quello meccanico.

I problemi dell'agricoltura e dell'industria alimentari sono in parte diversi ma ovviamente significativamente correlati e con un forte elemento comune: la frammentazione.

Le aziende agricole hanno una dimensione media inferiore ai 10 ettari, ed anche le imprese alimentari non raggiungono dimensioni atte a beneficiare delle economie di scala e ad affrontare i mercati esteri con quella capacità di *leadership* necessaria ad una efficace e sostenibile penetrazione⁴. La ridotta dimensione delle imprese alimentari, da un lato, rispecchia l'intero tessuto socio-economico nazionale, anch'esso assai frammentato, dall'altro può anche essere originato da una domanda assai diversificata e con un forte orientamento alla qualità.

Venturini (1994) classifica le imprese in base alle diverse domande dei consumatori ed una delle categorie che individua è quella delle piccole e medie imprese con strategie di nicchia. Queste hanno un *target* ben definito, ristretto ma con una forte fidelizzazione.

² Considerando la produzione totale, cioè il fatturato l'industria alimentare nel 2007 raggiunge i 113 miliardi e rappresenta circa l'8% del PIL.

³ I dati presentati in questo capitolo hanno come fonte per il settore agricolo i documenti INEA (2008), per quelli dell'industria alimentare le relazioni annuali di FEDERALIMENTARE consultabili sul sito web dell'associazione confindustriale.

⁴ Circa il 94% delle imprese alimentari ha meno di 10 dipendenti.

Ci sono altresì elementi che presentano connotazioni positive per il sistema agroalimentare.

In particolare il settore primario ha intrapreso una politica di razionalizzazione che da tempo vede crescere la dimensione aziendale e ha recentemente beneficiato di una fase di buona redditività causato dallo shock delle *commodities* nel periodo 2007/08.

L'industria alimentare ha visto una crescita delle esportazioni; per usare un termine più volte utilizzato in Federalimentare (Auricchio, 2009), si è trattato di una "rincorsa" verso una proiezione internazionale più vicina a quella dell'industria alimentare europea.

L'incidenza 2008 delle esportazioni sul fatturato totale del settore, con il record di quasi 20 miliardi di euro, ha raggiunto il 17%, rimanendo ancora 2 punti sotto la media europea e 4 sotto i principali *competitor*, Francia e Germania.

Un ulteriore elemento positivo è rinvenibile nelle caratteristiche economiche del settore: l'anelasticità dovuta alla rigidità dei consumi alimentari permettono di resistere meglio alla crisi economica.

Il sistema agroalimentare è anticiclico e se nei momenti di forte crescita non riesce a raggiungere le *performance* degli altri settori, almeno quelli confrontabili ovvero quelli industriali, si difende meglio in periodi come quello in cui siamo oggi nel 2009.

La produzione dell'industria alimentare è scesa leggermente negli ultimi anni registrando un -0,8% nel 2007, un -1,5% nel 2008 ed anche il 2009 vedrà un segno negativo.

Il calo di produzione dell'industria alimentare è comunque inferiore a quelli che stanno presentando altri settori manifatturieri. La produzione totale dell'industria italiana è scesa infatti del 4,3% nel 2008 ed è atteso un ulteriore marcato calo nell'anno in corso.

Nell'arco del periodo 2000-2008 la produzione alimentare italiana mantiene ancora una crescita complessiva del 7,7 % (quasi un punto l'anno), mentre la produzione industriale nel suo complesso scende del 5,8 %. Risulta evidente la forza dell'industria alimentare italiana, il ruolo

strategico dell'intero sistema agroalimentare che, in particolare nel determinare le dinamiche di crescita, è stato già al centro di ricerche nel passato (Rosa, 1997).

Infine vale la pena accennare alla struttura caratterizzante l'industria alimentare italiana che ha alcuni settori rilevanti. Il primo settore, nel 2007, è quello delle bevande (Vino che da solo ne rappresenta il 58,7%, acque minerali, birra, bevande gassate e succhi di frutta) con un fatturato di 18,6 miliardi di euro che rappresenta il 16,5% del totale, segue il lattiero-caseario con 14,4 miliardi di euro (12,7%), il dolciario con 10,6 miliardi di euro (9,3%), i salumi con 7,6 miliardi di euro, pari al 6,7% dell'intera industria alimentare.

Con riferimento alla distribuzione sul territorio la situazione è fortemente squilibrata poiché nel centro nord si concentra il 70% degli occupati e il 78% del valore aggiunto ai prezzi di base.

Il sistema agroalimentare è quindi complessivamente un punto di forza del nostro sistema socio-economico.

E' stata evidenziata, in coerenza con il sistema paese, una grande frammentazione che ha reso possibile, in particolare nel corso degli ultimi venti anni del secolo scorso, forti campagne di acquisto dei nostri marchi da parte di multinazionali straniere (Prestamburgo, 1997).

Capitolo 3 ASSETTI PROPRIETARI E DI CONTROLLO

Corporate governance

Il tema della *corporate governance*, come autorevolmente rilevato da Airoidi⁵ è “un tema sempre nuovo: da vent’anni ormai (..) è oggetto di dibattito da parte dell’ampio pubblico che partecipa con vari ruoli alla vita dell’azienda”.

In realtà questo argomento ha una storia molto più lunga che affonda le sue radici nella metà del XIX secolo con la metamorfosi delle società e la nascita delle *public company* (Zattoni, 2004). Tale storia ha inizio con il concetto di persona giuridica che nasce nel linguaggio giuridico nell’Ottocento⁶. Gli imprenditori da quel momento hanno la possibilità di creare delle entità legali dotate di propria personalità, che possono assumere la titolarità di diritti che precedentemente erano riservati alle persone fisiche.

Peculiare funzione del concetto di persona giuridica, nel diritto privato, è quella che si ricollega al beneficio della responsabilità limitata della quale godono i soci di società per azioni.

L’introduzione di tale concetto rappresenta un tassello fondamentale nella storia dell’economia, consentendo una maggiore facilità nel reperimento delle risorse necessarie ad alimentare lo sviluppo delle imprese.

L’impossibilità di avvalersi della responsabilità limitata per le obbligazioni della società rappresentava un significativo ostacolo alla partecipazione di investitori al capitale di rischio dell’impresa. Fino ad

⁵ p. VII, prefazione, in Zattoni (2006).

⁶ La Società per azioni, in alcune legislazioni denominata Società Anonima, esordisce col codice Napoleonico in Francia nel 1807; in Italia è stata disciplinata per la prima volta nel 1882 nel Codice di Commercio. In realtà forme simili erano sorte a partire dalla scoperta dell’America quando si resero necessarie nuove forme commerciali per gli scambi e la colonizzazione delle “nuove terre”. Esse erano però società di diritto pubblico benché gestite e finanziate da privati. La prima società per azioni di cui si abbia notizia fu la Compagnia delle Indie Orientali, costituita nel 1602 ad Amsterdam (De polis M., 1956).

allora chi apportava capitale e chi amministrava la società coincidevano nella figura imprenditoriale.

L'impulso decisivo a questo percorso viene dato all'inizio del XX secolo con la quotazione delle prime società nelle già esistenti borse di New York e Londra. La quotazione sui mercati finanziari dei capitali, con la possibilità di trattare le azioni sul mercato anche da parte di piccoli risparmiatori, aumenta il numero degli azionisti e scioglie il legame tra i conferitori di capitale e gli amministratori societari. Assistiamo così alla nascita delle *public companies*.

Studio fondamentale per la *corporate governance* è stato quello di Berle e Means risalente al 1932. Essi realizzarono un'indagine empirica sulle principali imprese statunitensi ricostruendone la struttura azionaria verificando il fenomeno di una diffusa frammentazione partecipativa. Tale fenomeno permane fino ad oggi in aperto contrasto con quanto visto per la realtà italiana.

La storia successiva presenta un intreccio tra nuove teorie, elementi contingenti proposti dal mercato stesso e da una significativa legislazione.

Le nuove teorie furono negli anni sessanta quelle conosciute come "manageriali".

Queste teorie rigettano il modello classico dell'imprenditore - *manager* che orienta l'impresa alla massimizzazione del profitto spostando l'attenzione sulla massimizzazione dell'utilità per i principali dirigenti dell'impresa.

Il controllo della correttezza dei comportamenti è lasciata in prima istanza al mercato (*market for corporate control*).

A partire dagli anni settanta, a seguito delle crisi del mercato ed in particolare dei ripetuti fallimenti di imprese causati anche da comportamenti scorretti riferibili a problemi di *governance* inizia, almeno negli Stati Uniti, la richiesta da parte degli organi di vigilanza di una presenza di consiglieri indipendenti e dell'introduzione di comitati di controllo (*audit committee*).

Sempre da un punto di vista legislativo il decennio presenta come elemento imprescindibile l'inizio del processo di armonizzazione del diritto societario in Europa. In particolare la quinta direttiva, elaborata nel 1972, configura gli organi di governo della società. La direttiva invita le imprese degli stati membri ad abbandonare la struttura del consiglio di amministrazione a un livello (*unitary o one-tier board*) per passare ad una configurazione a due livelli (*two-tier board*).

La configurazione duale propria del diritto societario tedesco ha origine nell'economia sociale di mercato, teoria politica di matrice cristiana guidata dal ministro dell'economia e poi cancelliere tedesco L. Erhard. In tale assetto sono presenti due consigli uno di sorveglianza (*supervisory board*) ed uno esecutivo (*executive board*).

Il primo ha il compito di nominare il consiglio esecutivo e di mettere in atto il controllo sullo stesso. I membri del consiglio di sorveglianza, in nome della *Mitbestimmung* – cioè della codeterminazione tra rappresentanti dei fattori produttivi del Capitale e del Lavoro – sono nominati in uguale misura dagli azionisti e dai lavoratori.

Il secondo ha il compito di gestire l'impresa.

La direttiva non terminò il suo iter per l'avversione in particolare dei rappresentanti del Regno Unito e per l'opposizione ideologica di molti parlamentari europei ad una deriva considerata come una ingerenza al libero mercato.

Importante rilevare quanto accaduto perché solo ora, dopo una serie di scandali finanziari, la configurazione duale è stata ripresentata e, ad oggi, vari istituti di credito di rilevanza nazionale se ne sono dotati.

Al tempo si scelse di mantenere l'approccio monastico riservandosi la possibilità di nominare consiglieri indipendenti, per definizione più adatti a difendere le minoranze e quindi il mercato.

Un altro tema fondamentale ha la sua origine negli anni settanta e fa riferimento alla Responsabilità società d'impresa. L'impresa, per tale corrente, non può trovare l'esaurimento delle sue finalità con il soddisfacimento degli azionisti ma con una platea più ampia di portatori di

interessi. Affronteremo l'argomento con maggiore dettaglio nel paragrafo relativo alle *performance*.

Negli anni ottanta gli studi sulla *governance* vivono un momento riflessivo superati dalle teorie liberistiche che si vanno rafforzando con la *Reaganomics*, in particolare negli Stati Uniti proprio sotto la presidenza di Ronald Reagan e nel Regno Unito con il premier Margaret Thatcher.

In controtendenza alcuni elementi traggono origine da alcuni crisi finanziarie e dalla crescita delle retribuzione dei *manager*, è di quel decennio il fenomeno, anche sociale, degli “*Yuppies*”.

La crescita delle retribuzioni apicali, spesso disarticolate rispetto alle performance aziendali effettive, permette il fenomeno dei *Leverage buy out* – LBO, ossia l'acquisto delle società da parte dei suoi stessi manager attraverso la costituzione di società veicolo finalizzate alla raccolta di capitale, nella quasi totalità rappresentato da prestiti. Le società veicolo una volta conclusa l'acquisizione, piene di debiti, si fondevano con la società acquisita diluendo l'indebitamento. Illuminante a tale proposito l'affermazione dell'amministratore delegato di Telecom, Franco Bernabè, sotto scalata ostile nel 1999: “stanno comprando Telecom con i soldi di Telecom”. Occorre osservare che i LBO sono solo una delle forme del più vasto complesso delle *M&A*, *Mergers and Acquisition*, fusioni e acquisizioni, che negli anni ottanta assumono un ruolo rilevante nelle economie occidentali. Questi fenomeni disarticolano il quadro degli assetti proprietari facendo riemergere l'attenzione verso la *corporate governance*, che, negli anni novanta, colpisce oltre che gli accademici e i pratici anche l'attenzione pubblica.

Leva di questo interesse è il processo di liberalizzazione dei settori più regolamentati dell'economia, in particolare quelli delle *utilities*, e la loro privatizzazione assieme agli altri settori che vedevano, in particolare nel nostro paese, una forte presenza dello stato.

Le privatizzazioni riguardano molti risparmiatori che per la prima volta si affacciano al mercato azionario. Si assiste ad un cambiamento nelle economie miste di mercato, ovvero in quelle economie capitalistiche in cui

il ruolo dello stato proprietario era molto forte, con un passaggio dello stato a compiti di regolatore e neutro garante del mercato. E' il momento in cui anche all'opinione pubblica arrivano riferimenti agli assetti proprietari, ad esempio assai diffuso nell'ambito delle privatizzazioni la decisione se cedere le azioni con Offerte Pubbliche di Vendita (OPV) finalizzate alla costituzione di *public company*, costituendo o meno un "nocciolo duro" di azionisti stabili di riferimento oppure con cessioni che individuassero, a trattativa privata, nuovi proprietari con maggioranze qualificate.

Nel corso degli anni novanta, spinti ancora una volta da fallimenti societari, assistiamo alla nascita di codici di autodisciplina in diversi stati europei finalizzati alla raccolta di best practices e di elementi che inibissero i possibili abusi di potere degli azionisti di controllo e del top management. Ricordiamo il codice Cadbury del 1990 in Gran Bretagna, il rapporto Vienot del 1995 in Francia e il codice di autoregolamentazione delle società quotate, presentato nel nostro paese nel 1999.

Anche negli anni duemila il dibattito e gli studi sulla *corporate governance* sono stati largamente alimentati dagli scandali finanziari e dai fallimenti societari. All'inizio del terzo millennio è "scoppiata" la bolla speculativa legata alla "*new economy*", cioè alle società attive nelle nuove tecnologie legate ad internet. Le imprese della *new economy* si fondavano su idee imprenditoriali innovative dotate di forti potenzialità di sviluppo ma prive di capitali propri. Gli istituti di credito e le finanziarie offrivano prestiti che non potendo essere basati sui fondamentali societari ipotizzavano corsi azionari con valutazioni prive di riferimenti certi e delle quali erano diretti portatori di interesse essendo spesso le stesse la base sulla quale calcolare i servizi offerti.

L'amministrazione USA, nel 2002, rispondeva a questa crisi con il Sarbanes-Oxley act che conteneva numerose prescrizioni per le responsabilità dei consiglieri di amministrazione dei dirigenti, le società di revisione/certificazione e le informazioni per i risparmiatori.

Tale risposta alla luce dei fatti non è stata capace di offrire risposte utili per un mercato, quello statunitense, che ha visto fallimenti ripetuti e di

dimensioni assai rilevanti quali quelli Enron e Worldcom. In Italia la situazione non è stata differente con i fallimenti che sono all'origine della presente ricerca nel campo agroalimentare: i casi Ferruzzi, Cirio-Bombrill e Parmalat.

La dimostrazione dell'inadeguatezza delle risposte è venuta alla fine del decennio con la crisi della fine del 2009, innescata negli Stati Uniti, *prima facie*, dai mutui *subprime*, concessi dalle banche a chi acquistava immobili senza offrire sufficienti garanzie, e dagli strumenti derivati che si basavano su sottostanti inesistenti.

In realtà è lo scollegamento tra la finanza e l'economia reale ad essere causa scatenante di un sistema economico privo di effettivi controlli nel quale la crisi della *corporate governance*, la crisi in definitiva dell'impresa, ne rappresenta un frammento.

Approccio analitico

La separazione tra proprietà e controllo non sempre e soprattutto non ovunque è la stessa. In Italia, in particolare, esiste una prevalenza di modelli di proprietà "chiusi"⁷: non occorrono analisi approfondite per cogliere nell'evidenza empirica l'elevata concentrazione della proprietà delle imprese (Barca et al., 1994).

Considerando la frammentazione del nostro tessuto economico si potrebbe ipotizzare una correlazione tra questo dato e la preponderanza di società "chiuse" ma tale aspettativa, sostenuta teoricamente da Demsetz e Lehn (1985), non ha trovato conferme nel nostro paese. Calcagnini e Iacobucci (2002) hanno constatato in un'indagine sulle imprese manifatturiere relativa al 1997 che la concentrazione della proprietà non decresce all'aumento della dimensione. Il loro studio evidenzia alcuni dati interessanti ai fini del presente lavoro: in tre quarti delle imprese possedute

⁷ La situazione italiana non è differente da quella di altri paesi europei, in particolare la Germania; La Porta, Lopez – de Sinales e Schleifer (1999), Becht e Roell (1999), Edwards e Nibler (2000).

da persone fisiche vi sono legami di parentela fra i soci; in circa il 90% delle società manifatturiere con oltre 10 addetti il primo azionista dichiara di avere il controllo della società.

Considerando questi dati appare, concordemente con quanto affermato da Calcagnini e Iacobucci, lo scarso rilievo del conflitto di interessi tra proprietà e *management*. Eventualmente il conflitto di agenzia può risiedere fra i soci di maggioranza e di minoranza.

Questa considerazione ci ha spinto ad assumere come impostazione analitica il modello “struttura-comportamento-performance” anziché quello relativo alla teoria dell’agenzia o più in generale a quello della formazione dei prezzi proposto da Stigler (1968) nella dicotomia tra teorie dell’impresa come proposta da Carlton e Perloff (1994).

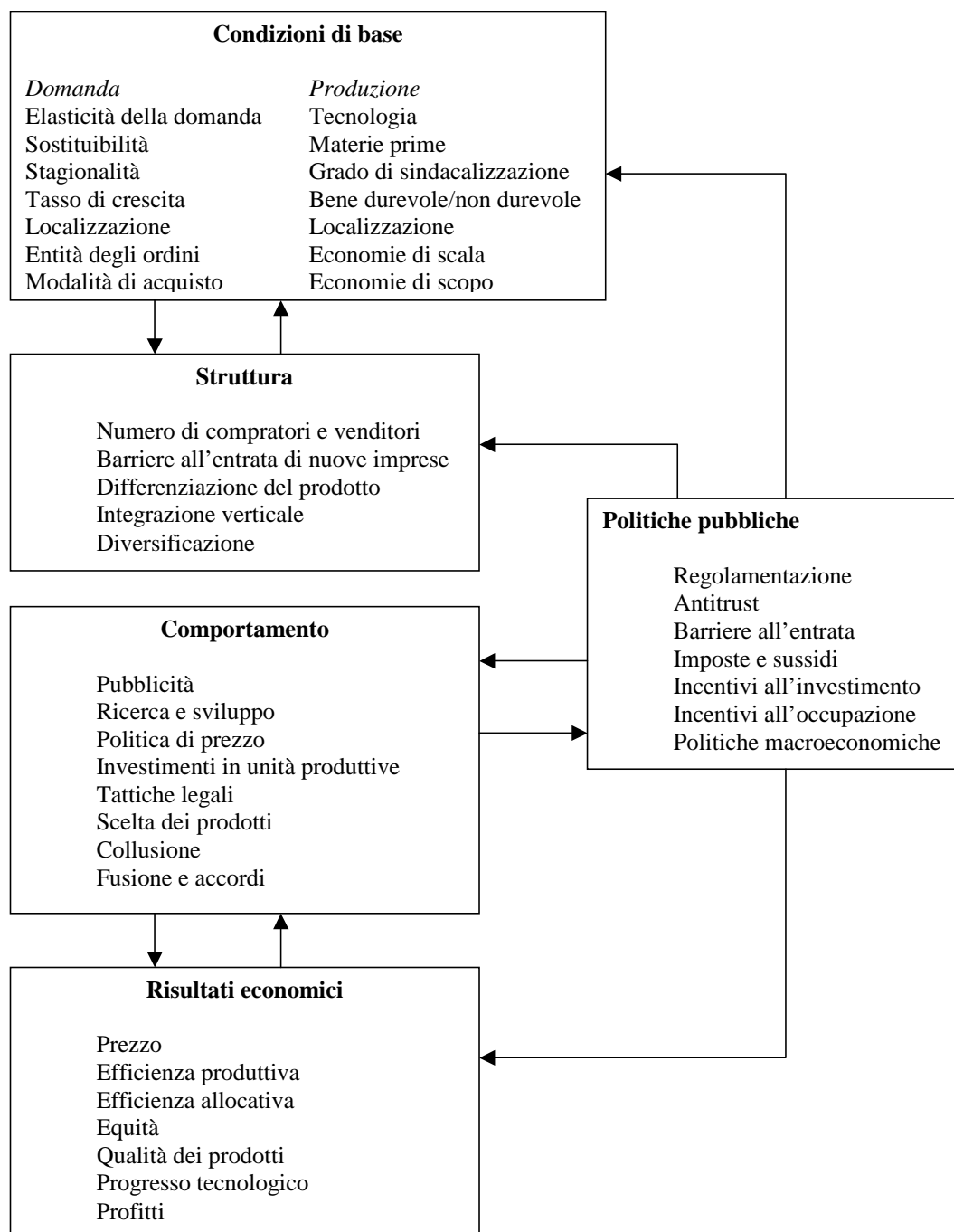
In tal modo chiariamo anche il nostro approccio all’indagine che è di natura prettamente economica, di organizzazione industriale, e considera gli aspetti giuridici, benché imprescindibili, come accessori.

Il modello S-C-P, “struttura – comportamento – *performance*”, fu teorizzato ad Harvard da E.S. Mason nel lontano 1939 per poi essere approfondito da alcuni suoi colleghi e studenti, quali J.S. Bain.

Mason può essere letto con interesse ancora oggi mostrando evidentemente elementi di predittività. Uno dei temi affrontati era proprio quello della separazione tra proprietà e controllo. Bain (1959) ha poi elaborato il paradigma S-C-P per enfatizzare i nessi causalità intercorrenti tra struttura e *performance*.

Il modello S-C-P (fig. 3.1) ha una vasta casistica di applicazioni nell’ambito dello studio dei settori industriali, inclusi quelli agroalimentari (Rosa, 1997) ma il contesto in cui noi intendiamo farne uso ha dimensione aziendale e non quella aggregata di mercato/industria/settore.

Figura 3.1 “Struttura, comportamento e risultati economici”



Fonte: Carlton D.W., Perloff J.M. (1994), p.5

In tal senso è utile quanto proposto dai Neoistituzionali⁸ che hanno proposto negli anni 70/80 diversi modelli *input-output* sul sistema d'impresa.

⁸ Essi pongono al centro dell'analisi economica l'Istituto, definito da Masini C. (1945), come "complesso di elementi e di fattori, di energie e di risorse personali e materiali"(p.18) e si

Un modello generale di sistema organizzativo d'impresa da loro adattato è quello di Seiler (1967) che per primo afferma che le variabili interne al sistema siano tra loro più connesse di quanto non lo siano le variabili ambientali. Il sistema d'impresa è quindi composto da variabili di contesto, la "struttura" aziendale che incorpora le variabili individuali, tecniche, istituzionali e organizzative collegate tra loro; il "comportamento" organizzativo in cui risiede il momento delle scelte, e infine le variabili risultanti, le "*performance*" del modello S-C-P (fig. 3.2).

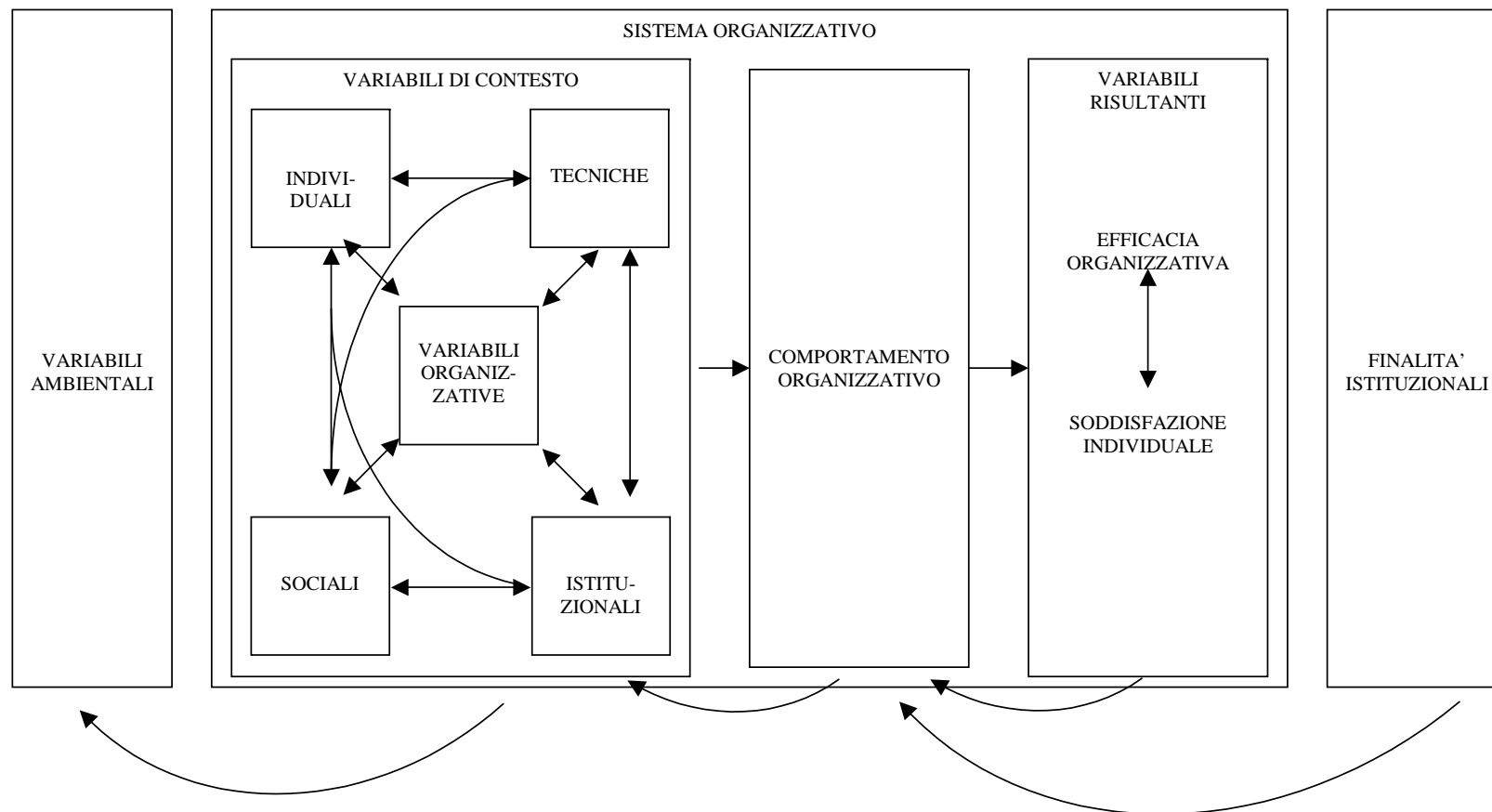
Tra le variabili istituzionali e quelle organizzative, che consistono nelle modalità con cui si realizzano le relazioni di connessione tra tutti gli elementi di sistema, risiedono gli elementi propri della struttura di soggetto d'impresa (cfr. Rugiadini, 1979).

In tale ambito si definisce *la corporate governance* e trovano forma gli assetti proprietari e di controllo.

In questo filone ha le fondamenta il modello sulla relazione tra assetto strategico, assetto proprietario e *governance* proposto da Airoidi e Zattoni (2005), modello di riferimento per il presente lavoro che analizzeremo di seguito.

contrappongono di fatto ai contrattualisti che fondano i loro studi sull'elemento relazionale e a cui fa capo la teoria dell'agenzia.

Figura 3.2 Un modello generale di sistema organizzativo



Fonte: Rugiadini A. (1979) p.23 (adattamento da Seiler)

Modello “Strategia – Assetto proprietario – Assetto di governance”

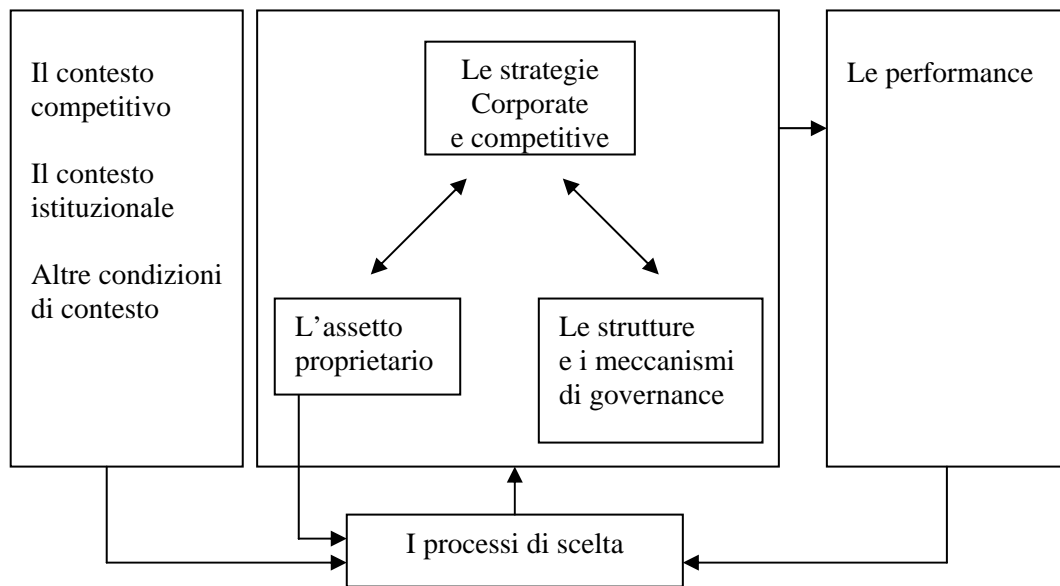
Il termine *corporate governance* si presta a molteplici definizioni che hanno come minimo comun denominatore quella che probabilmente ne fu la prima definizione: la struttura e il funzionamento della politica aziendale (Eells R., 1962). Eells a conferma di quanto già scritto afferma che cresce quella che chiama “una vecchia arte ma una nuova scienza”.

I diversi contributi variano in particolare in base alle possibili strutture e meccanismi di *governance* considerati, dal minimo del solo consiglio di amministrazione fino a una più ampia inclusione del *top management*, del collegio sindacale, etc., ed ai portatori di interessi considerati, da una *shareholder value* che include solo gli azionisti fino ad una *stakeholder value* che include una pluralità di *stakeholder*.

Un interessante prospettiva con cui leggere la *corporate governance* è, come anticipato, quella che propongono Airoldi e Zattoni (2005). All'interno del filone neoistituzionale gli autori propongono un modello *Struttura-Comportamento-Performance* che mette in relazione strategia, proprietà e *performance* dell'impresa (fig.3.3).

Il modello proposto si basa sul fatto che ciascun “istituto” è caratterizzato da tre variabili: strategia, assetto proprietario e assetto di governance che sono tra loro interdipendenti.

Figura 3.3 La relazione di coerenza tra l'assetto strategico, l'assetto proprietario e l'assetto di governance.



Fonte: Airoidi G. Zattoni A.(2005)

Secondo gli autori le imprese ottengono buoni risultati quando le tre variabili sono tra loro coerenti. Il modello proposto è *contingency*, ovvero non esistono schemi vincenti, configurazioni economiche superiori che automaticamente portino a risultati economici superiori.

Le scelte del singolo istituto non hanno natura meramente endogena ma sono influenzate dalle condizioni del contesto in cui operano: il sistema paese e quello territoriale in cui esse sono attive, il settore economico in cui agiscono a seconda della sua maturità, della sua redditività, del gradiente di competitività e molte altre variabili.

La strategia è il risultato delle scelte aziendali e competitive che possono essere descritte in base a svariati indicatori: dimensioni, livello di rischio, fabbisogno di capitali, scelte relative al “*make or buy*” con conseguenti profili di integrazione orizzontale/verticale.

L'assetto di *governance* concerne le modalità con cui vengono esercitati i diritti di proprietà. La scelta in definitiva sugli organi che intendono essere costituiti (assemblea, consiglio di amministrazione, etc), i

componenti che debbono farne parte e i regolamenti che ne devono guidare l'azione.

L'assetto proprietario, infine, si definisce in base a chi è assegnatario dei diritti connessi alla proprietà. Tali diritti sono:

“- governare l'istituto fissandone gli obiettivi e prendendo le decisioni ultime, inclusa l'eventuale decisione di cessazione della vita dell'istituto;

- ricevere i risultati reddituali dell'istituto e disporne;
- disporre della destinazione del patrimonio dell'istituto nel corso del suo svolgersi e in occasione dell'eventuale cessazione.”⁹(Airoldi, Brunetti e Coda, 2005)

I portatori di interesse titolari dei diritti di proprietà possono essere diversi a seconda del momento della vita dell'impresa e del contesto in cui l'impresa opera.

Nel mondo capitalistico occidentale si identifica, in prima istanza, il titolare del diritto di proprietà nel conferente il capitale di rischio ma ciò, anche se oggi in via residuale, non è vero nei sistemi economici governati dal socialismo reale. In questi settori era lo Stato ad avere in capo tali diritti. Ciò peraltro è vero anche oggi, anche se in via assai ridotta a seguito delle privatizzazioni, nell'economie miste come quella italiana e di altri stati europei.

Esistono quindi società cooperative di lavoratori e altre di consumatori, in cui assumono i diritti di proprietà rispettivamente i dipendenti e i clienti.

Ci sono inoltre momenti nella vita dell'impresa in cui i diritti di proprietà, a causa di crisi nei risultati economici, sono fortemente influenzati/limitati dai conferenti il capitale di prestito fino, in caso di fallimento o altra procedura di natura concordataria, all'effettiva traslazione degli stessi in capo ai creditori dell'impresa.

⁹ p. 545.

Infine esistono situazioni in cui i diritti di proprietà sono in capo ai fornitori. Ciò è sostanzialmente vero nel caso in settori in cui il fornitore ha un ruolo egemonico, casi che talora hanno anche forme contrattuali rinvenibili nell'agenzia o nel *franchising*. Diritti formali in capo ai fornitori sono rappresentate dalle cooperative agricole di trasformazione in cui i conferenti di prodotti agricoli sono anche i proprietari.

Esistono poi situazioni limite, le società *non profit*, in cui non esistono proprietari.

Infine è anche possibile che diverse categorie di *stakeholder* assumano contemporaneamente la proprietà.

In ogni caso i portatori di interesse hanno diverse modalità di influenzare i titolari dei diritti di proprietà.

Zattoni (2006) propone una serie di archetipi aziendali, individuati in letteratura di strategia e politica aziendale, che distinguono le imprese in base ad una serie di variabili capaci di esprimere differenti applicazioni del suo modello.

Tali variabili sono: la dimensione aziendale e la dispersione della struttura azionaria, avremo così imprese piccole-medie o grandi con azionariato più o meno diffuso; le forme giuridiche che daranno vita a società di capitali, cooperative, società di persone, partnership professionali, istituti non profit; il controllo esercitato dallo stato, con imprese sul libero mercato, imprese con partecipazione statale, imprese che operano in mercati regolamentati; il tipo e l'intensità delle relazioni tra imprese e avremo così gruppi piramidali e *network* di imprese.

Assetti proprietari, di controllo e performance

Da qui parte intendiamo far partire il nostro percorso di analisi focalizzando la nostra analisi in particolare sugli assetti proprietari e di controllo per poi utilizzare come *driver* circa la loro efficacia la variabile risultati.

Possiamo utilizzare lo schema appena esposto come proposto da Zattoni.

Risulta difficile affrontare empiricamente, come faremo nei prossimi capitoli tutte le variabili e quindi si sono fatte scelte che da un lato limitano il dominio, i confini della ricerca ma dall'altro rafforzano i risultati conseguiti.

La dimensione aziendale è sicuramente un elemento decisivo per affrontare i mercati e gli approcci di *governance* razionali al conseguimento di risultati soddisfacenti. Si è quindi scelto di procedere ad una analisi limitata alle grandi imprese, quelle cioè che avessero un fatturato superiore ai 50 milioni di euro. Un *turnover* di tale classe dimensionale permette di neutralizzare questa variabile e di limitare l'universo delle aziende analizzabili. Permane la variabile relativa alla dispersione della struttura azionaria e questa variabile sarà proposta nel nostro modello poiché in effetti è capace di individuare con precisione il gradiente di potenziale controllo che consegue al possessore dei diritti di proprietà.

Anche le forme giuridiche saranno considerate ma essendo il settore analizzato quello agroalimentare, in una considerazione sistemica con il fatturato richiesto, si sono considerate le società per azioni, quelle a responsabilità limitata e le cooperative.

Non abbiamo utilizzato inoltre le altre due variabili, né quella delle imprese controllate dallo stato perché non erano presenti tra le aziende analizzate per settore economico e classe dimensionale né tipo e relazioni tra le imprese. Quest'ultima variabile potrebbe essere un elemento da approfondire nel proseguimento della ricerca.

Per affrontare l'indagine con un bagaglio conoscitivo coerente occorre procedere ad alcuni approfondimenti rispetto al quadro di storia economica e letteratura proposto nella prima parte del presente capitolo.

Nell'analisi della letteratura è stata fatta una scelta coerente con il nostro approccio, di organizzazione industriale piuttosto che giuridico ed inoltre, come affermato all'inizio del capitolo, si scelto di seguire il filone

neoistituzionale piuttosto che quello dei costi di transazione ma non si può omettere di considerare, essendo la ricerca focalizzata sugli assetti proprietari, la teoria di Hansmann relativa all'allocazione dei diritti proprietari.

Hansmann (1988) è autore di una teoria sugli assetti proprietari, anche in questo caso *contingency*, che non ha cioè la presunzione di definirne uno come migliore degli altri. Egli individua due variabili quali determinanti l'assetto proprietario, caso per caso, più adatto: i costi di *market contracting* e i costi di *ownership*. I primi sono rinvenibili nelle spese necessarie a relazionarsi con l'impresa, causati in particolare dall'asimmetria informativa; i secondi si riferiscono al tempo e alle risorse necessarie per gestire l'impresa.

Il mero portatore di interessi sconta i costi del *market contracting*, il proprietario assumendosi i diritti di proprietà e insieme il controllo dell'impresa li aggira ma finisce per dover sostenere quelli di *ownership*.

La tesi generale del modello è così la seguente: “nelle scelte di assegnazione dei diritti proprietari la soluzione più efficiente è quella che minimizza il totale dei costi di transazione sostenuta da tutti i portatori di interesse, ossia i costi di *ownership* sostenuti dai proprietari e dei costi di *market contracting* sostenuti da tutti i portatori di interesse”.

La teoria è evidentemente di tipo razionalista ed è finalizzata alla massimizzazione dell'efficienza.

Abbiamo utilizzato fin dal titolo del presente lavoro le parole “assetto proprietari e di controllo”, la specificazione indica una differenza tra i due termini.

Tecnicamente tale rappresentazione è corretta quando l'impresa ha una struttura azionaria poco concentrata, diffusa, senza che nessuno abbia una maggioranza significativa, benché non obbligatoriamente superiore al 50%, o vi fosse anche un'azionista di maggioranza questi non avesse interesse ad esercitare direttamente il controllo.

La realtà italiana, come ci è apparsa dopo i primi studi di carattere generale, ci ha permesso empiricamente di risolvere tale dicotomia, infatti, come rilevato in precedenza il sistema italiano è un sistema “chiuso” con una forte concentrazione azionaria..

Tale evidenza che ci ha fatto propendere per una analisi che ha privilegiato il modello S-C-P non può non accennare alla teoria dell’agenzia. Una relazione di agenzia si ha quando un soggetto, l’agente, agisce per conto di un altro soggetto, il principale. La delega in un contesto che ha condizioni di incertezza e di asimmetria informativa comporta dei costi di informazione e controllo per il principale e di potenziale non allineamento rispetto alle sue volontà.

Secondo la teoria dell’agenzia è evidente che esista una relazione diretta tra assetto proprietario, o meglio il gradiente della concentrazione azionaria e le performance.

IL capitale diffuso permette al *top management* una maggiore libertà di conseguire benefici personali potenzialmente a danno della creazione di valore per gli azionisti.

L’analisi empirica che ci proponiamo di sviluppare nei prossimi capitoli prevede come detto di mettere in relazione assetto proprietario e *performance*.

Parlare di *performance*, di risultati aziendali oggi sembra rappresentare un passo indietro rispetto a quanto proposto dalla più aggiornata letteratura economica.

La nostra intenzione non è quella di tornare a Friedman (1962): “l’unica legittimazione etica, e perciò sociale, del fare impresa è quella di mirare alla massimizzazione del profitto nel rispetto delle regole del gioco economico, regole che vengono fissate in sede politica.”

Però non cogliamo nelle teorie dell’etica della responsabilità d’impresa un atteggiamento ostile verso il profitto quanto un allargamento dei fini aziendali secondo un approccio pluriobiettivo.

Freeman (1984) afferma che “compito del *management* è quello di realizzare un bilanciamento tra gli interessi di tutti gli *stakeholders*”.

Concordiamo quindi con Maticena (1993) circa il fatto che il comportamento etico contribuisce in modo positivo alla buona *performance* aziendale: l’obiettivo economico perseguito dall’impresa va visto nell’ottimizzazione di lungo periodo del profitto, non nella massimizzazione di breve.

Se l’attenzione si allarga dagli *shareholder* a tutti gli *stockholder*, dagli azionisti ai lavoratori, fornitori, clienti, collettività, etc. si ridurranno i potenziali conflitti e l’impresa sarà in grado di meglio comunicare con quanto gli sta intorno risultando più capace di individuare una strategia coerente.

La prospettiva è quella già proposta da Grant (1991): “scopo primario della strategia è l’ottenimento di una maggiore redditività attraverso la realizzazione di un vantaggio competitivo sostenibile nel tempo”. Risulta evidente in Grant come permanga l’obiettivo della redditività, della *performance* ma associato ad un vettore di natura temporale: “sostenibile nel tempo”.

Studiare l’assetto proprietario in relazione alla *performance* appare così come un limpido schema volto ad una valutazione non meramente soggettiva dell’assetto stesso ma una determinazione oggettiva del valore creato.

Tale visione si scontra però con una serie di limiti di cui, ai sensi del principio di falsificazione, occorre correttamente dare conto.

L’evidenza empirica sembra confermare quanto affermato dalla teoria dell’agenzia, cioè che la presenza di un azionista di riferimento forte riduca la discrezionalità del *top management* nel perseguimento di benefici personali e aumenti la *performance* aziendale, ma con risultati che non possono dirsi conclusivi (Zattoni, 2006).

Inoltre permangono rilevanti problemi aperti:

1. la relazione tra assetto proprietario e *performance* è spuria, cioè non è qualcosa di elaborato tra le antisetliche pareti di un laboratorio, ma una interazione che ha luogo sul mercato e risente, come visto nel modello di sistema organizzativo, di una serie di variabili esogene;
2. La definizione di assetto proprietario con riferimento alle imprese può dare origini a semplificazioni, gli archetipi, ma presenta una casistica non classificabile senza qualche forzatura. La nostra scelta di porre attenzione alla forma giuridica è di ausilio nella definizione strutturale del finalismo d'impresa ma non è certo l'unica variabile considerabile. Lo stesso si può affermare con riferimento alla concentrazione azionaria, dove noi abbiamo definito tre categorie definite in base alle soglie di partecipazione, under – infra – over, il 25% e il 50%. Anche qui la scelta finisce per essere arbitraria. Infine non dissimile il discorso riferibile alla *performance*. Quale l'indicatore migliore?
3. Ulteriore problema riguarda un elemento cronologico. Un determinato assetto proprietario è portatore di una *performance* superiore oppure la presenza di alta redditività spinge l'azionista di maggioranza a non diluire la sua partecipazione?

Tali problemi rimangono in realtà insoluti ma ciò non riesce a sopprimere l'esigenza di conoscere più approfonditamente il fenomeno indagato.

Abbiamo accennato alla forma giuridica come elemento da approfondire che ci permette di acquisire maggiori informazioni circa l'assetto proprietario.

Appare banale distinguere tra le due forme di società quelle di persone e quelle di capitali. Le prime, in via sintetica, hanno un'autonomia patrimoniale imperfetta presentando confusione tra i beni dei soci e quelli della società con i creditori che possono rivalersi, non fossero sufficienti quelli della società, anche sul patrimonio dei soci. Le società di persone non hanno personalità giuridica, né è obbligatorio versare un capitale sociale minimo.

Tali caratteristiche evidentemente sono adatte a società di piccole dimensioni e non riguardano quindi la nostra ricerca che ha come dominio di analisi le società con fatturato superiore ai 50 milioni di euro.

Le società di capitali invece sono proprio caratterizzate principalmente da: una autonomia patrimoniale perfetta, per cui dei debiti della società risponde solo la stessa con il suo patrimonio; obbligo di versare un capitale minimo; personalità giuridica con conseguente separazione, ai fini fiscali, tra reddito dei soci e quello societario.

Le società di capitali hanno quattro possibili forme: la società per azioni (SPA), la società a responsabilità limitata (SRL), la società in accomandita per azioni (SAPA), e la cooperativa (SC).

Non ha senso soffermarsi sulle società in accomandita per azioni, in cui in via eccezionale il socio accomandatario, l'amministratore, risponde con il proprio patrimonio personale delle obbligazioni sociali cui la società non è in grado di far fronte e che non è coerente con l'oggetto di indagine. Le SAPA non sono presenti tra le società agroalimentari con più di 50 milioni di euro di fatturato e sono generalmente utilizzante quali holding, cassaforti di famiglia che contengono le azioni anche di grandi gruppi

industriali (ad titolo esemplificativo la Giovanni Agnelli sapa che è socia di maggioranza in EXOR e attraverso questa società del gruppo FIAT).

Ai fini di una migliore comprensione della variabili “forma giuridica” possiamo analizzare le forme residue.

La scelta della forma cooperativa che nel nostro paese ha una forte consistenza, una storia profonda anche di natura ideologica nasce di fatto da due origini più o meno integrate (Mori, 2008).

La prima origine è rinvenibile nella mancanza di un capitalismo forte, di risorse finanziarie in mano di pochi e che al tempo stesso intendessero, diremmo con termini d’altri tempi farne strumento per essere capitani d’impresa.

I grandi patrimoni nel nostro paese erano di fatto in mano alla Chiesa e a famiglie che ne hanno sempre fatto un uso conservativo, nel settore agralimentare da latifondisti.

Gli istituti di credito italiani non hanno mai avuto, storicamente, una politica mirata all’espansione del capitale di rischio e non hanno mai rappresentato un supporto effettivo alla nascita di un capitalismo familiare.

Lo stesso può dirsi per il mercato finanziario, assai arretrato rispetto a quello di altri paesi europei.

In definitiva il capitalismo italiano è sempre stato quello delle partecipazioni statali e di uno sparuto gruppo di famiglie note: gli Agnelli, i Pirelli, i De Benedetti, etc..

La mancanza di forti risorse finanziarie, con valori fondiari invece sempre elevati rispetto alle medie continentali, anche a causa della morfologia del nostro territorio, ha così portato i portatori di idee imprenditoriali ad avvalersi della forma cooperativa.

La seconda origine della scelta cooperativa è legata invece, per quanto riguarda il settore agroalimentare alla tipologia di apporto dei soci.

I soci erano conferitori del proprio lavoro, si pensi alle cooperative di braccianti della Romagna, oppure di prodotto agricolo assai frammentato generato da piccoli poderi agricoli, ancora oggi la grandezza media

nazionale dell'azienda agricola è inferiore ai 7 ettari, o da limitati allevamenti animali.

Se sono evidenti le origini lo è altresì la scelta del perché optare per tale forma giuridica nella costituzione, o nel mantenimento in tale assetto, di una società. Questa organizzata come cooperativa sottende una scelta di collaborazione, diciamo pure di cooperazione, che mal si attaglia con la presenza di un unico socio con una maggioranza assoluta del capitale sociale, quando inoltre è nota la presenza di vincoli ad una espressione del voto che si discosti eccessivamente dal procedimento capitarlo, un socio un voto.

Le norme giuridiche favoriscono la nascita e la sopravvivenza delle cooperative anche con un diverso trattamento fiscale.

Occorre altresì rilevare alcuni limiti propri di questa forma giuridica:

- Un vincolo limitante nella distribuzione degli utili;
- La sovrapposizione della figura di socio e di portatore di interessi, di volta in volta socio conferitore – consumatore – lavoratore, che inibisce la possibilità di aumentare liberamente e rapidamente il capitale sociale;
- Il forte coinvolgimento dei soci nella gestione che non sempre hanno una coerente preparazione manageriale;
- L'assenza di un mercato in cui possano essere trattate le quote che talora porta a scelte di breve periodo.

Rimane più sfumata la differenza della scelta tra società per azioni e società a responsabilità limitata.

In realtà anche qui sono presenti elementi differenziali che permettono di scegliere la forma giuridica più coerente (Di Pace, 2007).

In sintesi si può evidenziare che le SRL hanno una serie di vantaggi rappresentati da:

- Un unico documento societario (art. 2463 c.c.), l'atto costitutivo, mentre per le SPA è necessario anche lo statuto (art. 2328 c.c.);

- Libertà nella politica di distribuzione dell'utile tra i soci che viene determinata in sede di approvazione del bilancio a differenza delle SPA in cui le regole di riparto devono essere previste nello statuto;
- Autonomia statutaria rispetto alle SPA in cui è presente una maggiore regolamentazione.

Quest'ultimo punto evidenzia la caratteristica che può spingere per la forma giuridica della società per azioni: un modello disciplinato offre maggiori soluzioni alle possibili controversie.

Questa prima serie di elementi differenziali chiarisce il reale *trade-off* tra le due forme giuridiche, tra la maggiore flessibilità offerta dalle SRL e la maggiore protezione nei casi tra i soci non vi sia coesione, anche perché magari non si conoscono.

Una ragione che storicamente faceva propendere i soci iniziali per la SRL era dovuta alla misura del capitale minimo.

Oggi tale differenza, 10.000 euro per le SRL e 120.000 euro per le SPA, non rappresenta più un elemento dirimente. I valori sono obiettivamente bassi rispetto a quanto era storicamente la differenza tra i vecchi minimi, 20 e 200 milioni di lire; l'inflazione ha impoverito tale differenziale.

Il minore rilievo del capitale minimo è più che bilanciato, a favore delle SRL, dalla tipologia dei conferimenti previsti dalla riforma del diritto societario.

L'articolo 2464 del codice regola i conferimenti delle SRL prevedendo la possibilità oltre a denaro, beni e crediti come per le SPA di immettere nel capitale sociale prestazioni d'opera o di servizi, come ad esempio l'attività lavorativa, e le immobilizzazioni immateriali, come i marchi e i brevetti. Il comma secondo del medesimo articolo specifica che "possono essere conferiti tutti gli elementi dell'attivo suscettibili di valutazione economica".

Occorre rilevare come sia per il capitale minimo che per la tipologia dei conferimenti l'entrata in vigore di Basilea 2 rappresenti un ostacolo. Alla maggiore libertà offerta alle SRL si controbilancia l'esposizione a possibili problemi circa la valutazione aziendale finalizzata ai prestiti.

Infine, in via sintetica, si possono rinvenire alcune differenze nell'impostazione del processo decisionale dei soci.

Nelle SPA vi sono due tipi di assemblea, ordinaria e straordinaria (artt. 2364 e 2365 c.c.) mentre nelle SRL è presente un solo tipo di assemblea benché presenti quorum differenziati a seconda dell'oggetto della decisione.

Nelle SRL sono inoltre possibili, se previste nell'atto costitutivo, modalità decisionali differenti dall'assemblea previste dall'articolo 2479 c.c., quali la consultazione scritta e il consenso espresso sempre per iscritto.

L'assemblea nelle SPA è maggiormente regolamentata sia per quanto riguarda la convocazione (artt. 2366 2367 c.c.) che per la previsione, sconosciuta alle SRL, di chiedere il rinvio quando un terzo dei soci presenti si dichiara non informato sull'oggetto della decisione (art. 2374 c.c.).

Nelle SPA inoltre è disciplinata in dettaglio la rappresentanza (art. 2372 c.c.) e la nullità delle deliberazioni (art. 2379 c.c.).

Infine i quorum richiesti per le decisioni dei soci sono nelle SPA generalmente più alti di quanto previsto per le SRL come riportato rispettivamente negli articoli 2368, 2369 e nell'articolo 2479-bis del codice civile.

In definitiva la scelta della forma giuridica dipende dalle esigenze dei soci: la richiesta di maggiore rapidità indirizza verso le SRL mentre situazioni aziendali complesse farebbero optare per la SPA.

Nella nostra analisi considerando che l'oggetto d'indagine è rappresentato da società con fatturato superiore ai 50 milioni di euro, la forma giuridica di società a responsabilità limitata dovrebbe essere residuale e in prospettiva in via di transizione verso le società per azioni.

Il presente studio, come anticipato, non ha la presunzione di porsi in un'ottica giuridica ma di guardare all'ordinamento normativo per prendere quegli elementi necessari alla comprensione della *corporate governance* in particolare circa gli assetti proprietari.

Abbiamo così esposto il quadro relativo alle diverse forme giuridiche, rimane la necessità di dar conto del diritto societario in via più complessiva ancorché sintetica.

L'ordinamento societario ha cercato di colmare un pluridecennale agnosticismo con un ambizioso intervento riformatore (Bianchi et al, 2006).

La riforma Vietti, del 2003, la legge sul risparmio e molte altre disposizioni anche di rango inferiore hanno portato a differenze anche significative nell'orizzonte legislativo.

Un primo elemento è rinvenibile nel D.lgs. 231/2001 che, adeguando l'ordinamento italiano a quanto già previsto in altri paesi, ha introdotto il principio della responsabilità di società ed enti per gli illeciti penali commessi dai suoi esponenti. Siamo al compimento di quanto iniziato con la creazione della personalità giuridica per le società. Si tratta infatti di un ulteriore passo nell'avvicinamento dei diritti/doveri delle persone giuridiche rispetto a quelle fisiche rompendo un principio presente fin dal diritto romano: *societas delinquere non potest*.

La legge 366/2001 è stata la legge delega che ha portato a ulteriori significativi interventi con la riscrittura, come visto, di alcuni articoli del codice civile.

La legge delega perseguiva l'obiettivo prioritario di favorire la nascita, la crescita e la competitività delle imprese e di valorizzare il carattere imprenditoriale delle società. Infine scopo del provvedimento era quello di semplificare la disciplina delle società.

La legge delega ha protratto il proprio intervento anche attraverso altre norme giuridiche, quali il d.lgs. 6/2003, che ha rivisitato il codice in particolare con riferimento alle società a responsabilità limitata..

Tra gli elementi di rango secondario è da ricordare poi il codice di autodisciplina delle società quotate italiane¹⁰. Il primo codice venne redatto nel 1999, rivisitato nel 2002 e quindi significativamente riformato nel 2006.

Il codice, la cui adesione è volontaria, si fonda sulla volontà di incrementare la chiarezza e concretezza di figure e ruoli. Il codice evidenzia le mutate sensibilità, esigenze del sistema economico di dotarsi di strumenti di *corporate governance* basati addirittura su una *compliance* a questo punto non solo formale ma sostanziale e basata sulla reputazione.

¹⁰ Il codice è disponibile sul sito web di Borsa Italiana spa all'indirizzo: www.borsaitaliana.it

Capitolo 4 MATERIALI E METODI

Metodi

La metodologia utilizzata è conseguente ad un duplice approccio analitico: il primo di natura ricognitiva teso a capire il fenomeno nelle sue manifestazioni che trova la sua strumentazione naturale nella statistica descrittiva, il secondo di natura causale finalizzato alla ricerca di elementi di correlazione tra le variabili considerate che utilizza i dispositivi tipici della statistica inferenziale.

In particolare l'analisi ricognitiva si è basata sulle distribuzioni di frequenza atte a definire la situazione nella sua dinamica decennale mentre l'analisi causale si è servita di una regressione lineare multivariata.

La regressione è stata effettuata mediante il *software* Eviews con il metodo dei minimi quadrati utilizzando dati *panel* per diverse imprese ed una serie storica di dieci anni¹¹.

Alcune variabili oggetto di studio, di natura qualitativa, definitoria o delle quali l'espressione numerica sarebbe risultata non funzionale sono state considerate come *dummy*. Sono state così individuate, per singola variabile, tre possibili categorie, mantenendone una come base, si sono confrontate le altre due in via binaria come presenti o meno per tutte le osservazioni. Ciò ha permesso di confrontare l'impatto, positivo o negativo, che le diverse dimensioni avevano sulla variabile dipendente.

Variabili e letteratura relativa, modello

Passiamo all'analisi del modello e delle variabili da cui è costituito.

L'obiettivo dichiarato era quello di studiare la *performance*, individuata di conseguenza quale variabile dipendente, si trattava quindi di evidenziare possibili variabili indipendenti.

¹¹ E' stato utilizzato solo il metodo OLS e non effetti fissi o *random* perché più appropriato alla natura dei dati.

Occorre tenere presente, in via preliminare, che una cosa è parlare di *performance* in via astratta, come peraltro è stato fatto nei precedenti capitoli di questa dissertazione, altro è identificare una variabile che possa essere assunta come significativa. Ciò in particolare considerando come il tema del nostro studio prevedesse una comparazione fra enti che presentavano differenze *ab origine*, non neutrali rispetto alla manifestazione della *performance*. Le aziende infatti, a seconda della forma societaria, assumono nei confronti dei propri *stakeholder* e *shareholder* responsabilità diverse e, soprattutto, difformi sono le sovrastrutture giuridiche e fiscali, in particolare con riferimento all'esposizione dell'utile. Per le società cooperative l'utile risulta, infatti, manchevole di effetti rispetto a quanto non avvenga per SPA e SRL essendo presente una cogente inibizione alla distribuzione dello stesso. Permane peraltro la possibilità per tutti i "tipi" aziendali di attivare differenti politiche di *pay out*, cioè di scelta sulla determinazione quantitativa della quota di utile da distribuire ai soci e di quella da destinare ad autofinanziamento.

La misurazione della *performance* in ogni caso non è univoca, svariati sono gli indicatori di *performance* presenti in letteratura. Alla letteratura occorrerebbe inoltre integrare quanto proposto dai pratici nello studio dei bilanci aziendali. Questi ultimi, commercialisti, revisori contabili ma anche analisti finanziari, sono usi servirsi degli indici di bilancio quali il ROI, *return on investments*, il ROS, *return on sales* e infine il ROE, *return on equità*.

$$ROI = \frac{\text{Risultato operativo}}{\text{Capitale investito}}$$

$$ROS = \frac{\text{Risultato operativo}}{\text{Ricavi netti}} \times 100$$

$$ROE = \frac{\text{Reddito netto di esercizio}}{\text{Mezzi propri}} \times 100$$

Tali indici sono stati largamente utilizzati sia nella ricerca in campo agroalimentare (Zanoli, 2008; Bertazzoli, Ghelfi e Fiorini, 2004; Rosa, 1997) sia in quella economica *tout court* anche quella riferibile ai temi trattati (Weir, 1997).

In letteratura economica assai diffuso è inoltre l'utilizzo di *driver* della *performance* legati alla presenza di capitale trattato sui mercati finanziari regolamentati. Rimanendo sempre ancorati ai temi trattati in questo lavoro – vista la diffusione di pubblicazioni – vengono utilizzate variabili che rilevano l'apprezzamento della capitalizzazione di borsa sommata ai dividendi emessi, per fare ciò Mudambi e Nicosia (1998) si avvalgono dei dati di 111 imprese britanniche nel periodo 1992-1994. Altri autori utilizzano, come *proxy* della *performance*, il “Q” di Tobin¹² (Florackis., 2005). Quest'ultimo *driver* non è utilizzabile quando, come nel nostro caso, si intendano comparare aziende non necessariamente quotate. Rimangono quindi a disposizione gli indici di bilancio, si tratta di individuare quello più adatto.

Il ROE presenta per la nostra indagine una difficoltà non essendo neutro alla forma giuridica. Il patrimonio netto, l'*equity* presente nelle cooperative è per definizione difforme da quella, più affrancata da vincoli soprattutto perché libera di essere ceduta a terzi; l'utilizzo al numeratore dell'utile/perdita di esercizio associa anche interferenze di natura fiscale. Rimangono il ROS ed il ROI, esprimendo rapporti diversi sono potenzialmente portatori di informazioni almeno in parte distinte. Si è quindi scelto di non scegliere presentando così due modelli: il primo che avesse come variabile dipendente il ROI, per il quale si è scelta la formula che vede al nominatore il risultato operativo ed al denominatore il complesso del capitale investito – neutro quindi circa la politica di approvvigionamento delle fonti di finanziamento; il secondo con il ROS,

¹² Il Q-ratio è un indice elaborato da J. Tobin che permette di spiegare l'influsso del livello delle quotazioni azionarie sulla formazione del capitale. Al numeratore l'indice presenta il valore di mercato delle attività fisiche della società, mentre al denominatore il costo di sostituzione di tali attività.

inteso come quoziente tra risultato operativo e ricavi delle vendite e prestazioni e altri ricavi, capace, per definizione, di maggiore neutralità rispetto alla struttura aziendale e quindi alla filiera di appartenenza.

Le variabili indipendenti che potenzialmente possono risultare determinanti per le *performance* sono molteplici. Il nostro obiettivo era però incentrato sugli assetti proprietari e di controllo, da qui occorre quindi iniziare le nostre considerazioni per la definizione delle variabili indipendenti nel modello empirico.

La letteratura presenta interessanti lavori in questo senso, alcuni studiano gli assetti proprietari e di controllo e le decisioni di investimento (Calcagnini e Iacobucci, 2002) ed individuano come variabile indipendente una *dummy* che indica la concentrazione della proprietà superiore al 50%. Tale lavoro utilizza i dati dell'indagine sulle imprese manifatturiere del Mediocredito Centrale del 1998 e riguarda circa 2.000 imprese, rappresentative dell'universo delle imprese con oltre 10 addetti. I dati sugli assetti di proprietà e controllo sono relativi al 1997 mentre i dati di bilancio si riferiscono al quinquennio 1993-1997.

Un altro studio, punto di riferimento per il presente lavoro, è proprio finalizzato all'analisi dei meccanismi interni di *corporate governance* e delle *performance* aziendali nelle società del Regno Unito (Florackis, 2005). In questa ricerca vengono analizzati i dati di bilancio di 962 imprese non finanziarie nel periodo 1999-2003. Florackis per l'assetto proprietario individua una variabile che è la somma delle quote azionarie che singolarmente superano il 3% del capitale. Come altri lavori (Mudambi, Nicosia, 1998; Weir, 1997), che focalizzano l'attenzione sul ruolo del *management*, individua altre variabili che esprimono la percentuale azionaria detenuta dai dirigenti aziendali e il numero dei dirigenti presenti nel consiglio di amministrazione. Tali studi considerano quindi in particolare i costi di agenzia riferibili al ruolo dirigenziale. Weir, che studia in particolare il rapporto esistente tra *governance*, *performance* e acquisizioni aziendali analizzando 94 fusioni avvenute nel Regno Unito nel

periodo 1990-1993, inserisce una variabile indipendente che esplicita la somma percentuale delle quote azionarie detenute dai primi tre azionisti non coinvolti nella gestione aziendale.

La nostra prospettiva è diversa e, oltre alla concentrazione azionaria, intende confrontare in via originale tre differenti forme giuridiche aziendali. Tutte e tre sono società di capitali ma con ordinamenti difformi: le società per azioni, le società a responsabilità limitata e le società cooperative. La forma giuridica è per definizione portatrice di informazioni sul ruolo del *management* e della proprietà. Il ruolo del capitale sarà maggiore nelle SPA e minore nelle cooperative, in queste ultime si sommano altre determinanti quali elementi di natura politica, a carattere territoriale ed altri ancora riferibili al fattore lavoro. Diviene così interessante questo tipo di indagine che peraltro si inserisce in un sentiero già percorso da chi con un'ottica macro ha studiato *corporate governance e performance* (Mueller, 2006) per confrontare i diversi sistemi paese. Se Mueller, il cui studio è rappresentato da un'attenta disamina della letteratura economica di riferimento, è partito dalla domanda se fosse migliore il sistema di *corporate governance* tedesco, giapponese o anglosassone, McGuinness e Ferguson (2005) si sono concentrati a livello aziendale, considerando le aziende cinesi che presentano diverse forme di approvvigionamento del capitale. Le società cinesi si diversificano tra di loro per la possibilità o meno di quotare parte del capitale presso investitori esteri ed in ogni caso le azioni detenute da stranieri non dispongono degli stessi poteri di voto ed influenzano quindi solo indirettamente la *governance*.

Se lo studio dell'impatto della forma giuridica è l'aspetto innovativo proposto in questo lavoro altri elementi sono invece solidamente presenti in letteratura. Florackis tra le variabili indipendenti che spiegano le *performance* oltre a quelle relative alla concentrazione azionaria e a quelle che individua come *proxy* del ruolo del *management* vi sono quelle esplicative della dimensione delle società e quelle di natura finanziaria. La dimensione aziendale, considerata peraltro in una molteplicità di studi, è

superata nel presente lavoro dal fatto di circoscrivere il dominio di indagine alle società di grandi dimensioni, quelle con un fatturato superiore ai 50 milioni di euro. Florackis considera, con riguardo all'ambito finanziario due variabili indipendenti: il *leverage* e l'indebitamento a breve termine. Altri autori rilevano un legame tra vincoli finanziari e assetti proprietari (Calcagnini, Iacobucci, 2002) in particolare con riferimento all'indebitamento.

Altri autori, focalizzano l'attenzione sul mercato assicurativo: Yung-Ming Shiu (2008) studia 311 imprese britanniche nel periodo 1986-1999 e ricerca il legame tra *performance* e liquidità societaria; tale legame era già stato indagato da Adams e Buckle (2003) con riferimento alle Bermuda per il periodo 1993-1997.

Il quadro delle variabili indipendenti da includere nel modello prevede alcune variabili di controllo. Le aziende considerate appartengono alla medesima classe dimensionale, il periodo considerato è il medesimo (1998-2007), permangono però possibili elementi da ponderare. Se tutte le società appartengono al settore agroalimentare rimane interessante controllare che non vi siano *performance* differenti con riferimento all'appartenenza almeno a tre settori di attività diverse, quello agricolo, quello dell'industria alimentare e quello delle bevande. E' quindi importante vagliare questo fattore come già fatto negli ultimi anni da una ricerca promossa dall'assessorato all'agricoltura della Regione Emilia-Romagna (Zanoli, 2008) che, con maggiore dettaglio, analizza le *performance* con riferimento a tutte e 15 le filiere produttive dell'agroalimentare. Ulteriore elemento di cui tenere conto è la localizzazione geografica dell'attività aziendale. Il rapporto tra società e territorio è stato studiato lungamente anche e soprattutto nell'economia agroalimentare a partire da Iacoponi (anni vari) ed è evidente la connessione tra società e alcune determinanti logistiche: infrastrutture, sistema distributivo, possibilità di credito, ricchezza disponibile.

Tenendo conto dei nostri obiettivi e di quanto proposto in letteratura procediamo con l'elaborazione del modello.

Considerando l'equazione classica della regressione lineare

$$y_{it} = \alpha + \beta_1 X_{1it} + \beta_2 X_{2it} + \beta_3 X_{3it} + \dots + \varepsilon_{it}$$

dove i rappresenta l'indice dei casi – nel nostro caso le società, t quello del tempo, α e β i parametri da stimare ed ε_{it} l'errore per il caso i al tempo t , non ci resta che specificare il modello utilizzato:

$$\text{PERF} = f(\text{FORMA}, \text{CONC}, \text{DEBT_I}, \text{ACID}, \text{ATECO}, \text{AREA})$$

Dove

$$\text{PERF} = \text{PERF1} \text{ o } \text{PERF2}$$

PERF = variabile dipendente che abbiamo specificato con due *proxy* diverse:

PERF1 = ROI, ovvero *Return on investments* che abbiamo calcolato come rapporto tra risultato operativo e investimenti totali moltiplicati per 100.

PERF2 = ROS, ovvero *Return on sales* calcolato come rapporto tra risultato operativo e ricavi delle vendite e prestazioni e altri ricavi moltiplicati per 100.

FORMA = forma giuridica, variabile indipendente, intesa come tipologia di appartenenza delle aziende caso di studio. Sono state considerate tre possibili forme giuridiche: società per azioni, società a responsabilità limitata e società cooperative. Sono state così definite due variabili *dummy* assumendo a base comparativa le società a responsabilità limitata.

FORMA_D_SPA = la variabile assume valore 1 nel caso la società sia una SPA, valore 0 per SRL e società cooperative.

FORMA_D_SC = la variabile assume valore 1 nel caso la società sia una cooperativa, valore 0 per SRL e SPA.

CONC = variabile indipendente intesa come *proxy* della concentrazione di azioni o quote nelle mani del socio principale. Sono state considerati tre possibili livelli di concentrazione: primo azionista o proprietario di quote in via diretta o indiretta che detiene fino al 25% dei titoli, tra il 25 e il 50% e sopra il 50%. Sono state così definite due variabili *dummy* assumendo, a base comparativa, le società in cui il principale azionista detiene titoli tra il 25 e il 50%.

CONC_D_25 = la variabile assume valore 1 nel caso in cui il primo azionista detenga fino al 25% della società, valore 0 nei casi in cui possieda una quota superiore.

CONC_D_100 = la variabile assume valore 1 nel caso in cui il primo azionista detenga oltre il 50% della società, valore 0 nei casi in cui possieda una quota inferiore.

DEBT_I = variabile indipendente che esplicita il rapporto di indebitamento calcolato come quoziente tra totale attività e patrimonio netto societario. Maggiore è il valore ottenuto maggiore è l'uso dell'effetto leva per l'azienda rispetto al capitale netto versato.

ACID = variabile indipendente definibile come indice di liquidità, calcolata come quoziente tra attivo circolante, al netto dal totale delle rimanenze, e debiti a breve termine. Tale variabile evidenzia la capacità dell'azienda a fare fronte ai debiti correnti con la liquidità immediatamente disponibile.

ATECO = variabile indipendente che esplicita l'attività aziendale. Utilizzando i codici ATECO 2007¹³ a due digit è stato possibile ottenere tre

¹³ ATECO 2007, classificazione delle attività economiche che costituisce la versione nazionale, utilizzata dall'ISTAT, della nomenclatura europea, NACE rev.2, pubblicata sull'Official Journal il 30 dicembre 2006 (Regolamento (CE) n.1893/2006 del PE e del Consiglio del 20/12/2006).

pool di società: le società attive in agricoltura (01), nell'industria alimentare (10) e in quella delle bevande (11). Tale divisione deve essere considerata con cautela in quanto le attività aziendali risultano molteplici e condizionate da strategie aziendali che portano ad integrazioni sia verticali sia orizzontali. Per questa ragione, oltre che per una evidente necessità analitica, si è scelto di non procedere ad una scomposizione che considerasse un maggiore dettaglio del codice ATECO. Sono state quindi definite due variabili *dummy* assumendo, a base comparativa, le società principalmente attive nell'industria delle bevande.

ATECO_D_1 = la variabile assume valore 1 nel caso in cui il codice ATECO indichi l'attività agricola, valore 0 nei casi delle altre attività.

ATECO_D_10 = la variabile assume valore 1 nel caso in cui il codice ATECO indichi l'attività nell'industria alimentare, valore 0 nei casi delle altre attività.

AREA = variabile indipendente che esplicita il territorio in cui opera la società. Utilizzando la sede legale le società sono state suddivise in tre macroaree: nord, centro, sud e isole. Nel raggruppamento della macroregione Nord sono state inserite le società attive in Valle d'Aosta, Piemonte, Liguria, Lombardia, Trentino – Alto Adige, Friuli Venezia – Giulia, Veneto ed Emilia – Romagna; nella macroregione Centro le società della Toscana, delle Marche, dell'Umbria, dell'Abruzzo, del Molise e del Lazio; nella macroregione Sud e isole le società della Campania, della Calabria, della Basilicata, della Puglia, della Sardegna e della Sicilia. Anche in questo caso i raggruppamenti devono essere considerati con cautela in quanto le attività aziendali, specialmente in aziende di dimensioni rilevanti sono confinate ad un territorio confinato. Per questa ragione, oltre che per una evidente necessità analitica, si è scelto di non procedere ad una analisi che considerasse un maggiore dettaglio territoriale, regionale, provinciale od ancora inferiore. Sono ancora una volta definite due variabili *dummy* assumendo, a base comparativa, le società localizzate al nord.

AREA_D_C = la variabile assume valore 1 nel caso in cui la società abbia la propria sede legale nella macroregione Centro, valore 0 nei casi delle altre attività.

AREA_D_S = la variabile assume valore 1 nel caso in cui la società abbia sede nella macroregione Sud e isole, valore 0 nei casi delle altre attività.

Materiali

Lo studio è basato sull'analisi dei dati di bilancio di società di grandi dimensioni secondo la normativa UE, che presentano un fatturato superiore ai 50 milioni di euro.

Il periodo di studio ha riguardato 10 anni e considera i documenti di bilancio degli esercizi che vanno dal 1998 al 2007 inclusi. Sono state considerate solo le società di cui era disponibile il bilancio per tutti e dieci gli esercizi.

Considerati questi due vincoli è stato possibile costruire un dataset relativo a 199 società appartenenti ai codici ATECO 2007 01, 02, 03, 10, 11 e 12 che rispettivamente classificano le società attive nelle: Coltivazioni agricole e produzione di prodotti animali, caccia e servizi connessi; Silvicoltura ed utilizzo di aree forestali; Pesca e acquicoltura; Industrie alimentari; Industria delle bevande; Industria del tabacco.

E' possibile farsi un'idea sulla rappresentatività del campione mediante il confronto con i dati censuari. Il censimento Istat 2001, classifica le imprese non per fatturato ma per addetto. L'Unione Europea, con la raccomandazione 1442 del 6 maggio 2003, classifica come grandi imprese quelle con fatturato superiore ai 50 milioni – il nostro campione – e con un numero di addetti superiore a 250 possiamo per analogia conformarci a tale dettato.

Ebbene le imprese con più di 250 addetti nel settore agroalimentare sono solamente 137 (tab. 4.1).

Tabella 4.1 “Numerosità imprese con oltre 250 addetti per settore economico e per forma giuridica (2001)

Codice ATECO	Descrizione sintetica	SPA	SRL	SC	Totale
01	Agricoltura	1	-	-	1
02	Silvicoltura	-	-	-	-
03	Pesca	-	1	7	7
10	Ind. Alimentare	78	11	21	110
11	Ind. Bevande	13	-	2	15
12	Ind. Tabacco	3	-	-	3
Totale		95	12	30	137

Fonte: nostra elaborazione dati ISTAT

Tutte le società che rispondevano ai requisiti imposti erano società di capitale secondo tre diverse forme giuridiche: società per azioni, società a responsabilità limitata e società cooperative. In particolare il *dataset* include 129 SPA, 32 SRL e 38 Società cooperative. Rimandiamo alla presentazione dei risultati l’analisi della distribuzione delle società per area geografica e attività, essendo tale informazione di per sé già un *output* portatore di informazioni, in questa sede ci limitiamo ad osservare che per tutte e tre le forme societarie esiste una numerosità soddisfacente per l’analisi benché sbilanciata verso le SPA. Occorre inoltre rilevare che le società appartengono ai codici attività 01, 10 e 11; nessuna società appartiene ai codici ATECO 02, 03 e 12.

Il campione di aziende è stato estratto dalla banca dati AIDA – Bureau Van Dijk¹⁴ che contiene informazioni relative ai bilanci (riclassificati secondo le Direttive UE) delle aziende italiane con fatturato superiore a 1 milione di euro. I dati ottenuti sono stati controllati e incrociati con quelli resi disponibili da DP Analisi finanziaria.

¹⁴ AIDA contiene i bilanci riclassificati di circa un milione di società italiane (851.429 relative al 2007 – ultimo anno completo).

Capitolo 5 RISULTATI

Risultati attesi

Con riferimento all'area di appartenenza il dato ipotizzato prevede, note in particolare le difficoltà nella logistica e il minor reddito disponibile per le regioni del mezzogiorno del paese, indici di reddito sia ROS che ROI superiori per l'area territoriale più settentrionale.

Se consideriamo l'appartenenza aziendale per codice ATECO occorre riferirci alla prevalente presenza di società cooperative, in particolare impegnate nella filiera lattiero-casearia, per il codice 01, relativo all'attività agricola. Aspettandoci risultati reddituali inferiori per le società cooperative per quanto più volte espresso in relazione alla diversa natura di queste società e alla minore importanza che l'utile ricopre per esse le attese sono per un impatto negativo. A rafforzare tale ipotesi soccorrono gli studi dell'osservatorio agroalimentare dell'Emilia-Romagna che, considerando il ruolo che la regione gioca nella filiera di cui trattiamo, può rappresentare una *proxy* indicativa (Zanoli, 2008). Ebbene, nel periodo 2002-2006, il ROI della filiera lattiero-casearia è per tre anni su quattro il più basso tra le filiere che compongono il sistema agroalimentare, il ROS lo è per tutti i quattro anni.

Più contrastate sono le evidenze relative ai due restanti codici ATECO 10 e 11.

Con riferimento alla variabile relativa alla forma giuridica, che è presente in via originale in questo lavoro, non possiamo che ribadire quanto più volte riportato: la forma di SPA dovrebbe favorire la formazione/emersione dell'utile aziendale rispetto in particolare alle società cooperative. Tale affermazione che si basa sull'ordinamento giuridico, considerando come tra l'altro le politiche di remunerazione delle cooperative sono, di solito, basate su un maggiorazione nella valorizzazione dei conferimenti, trova però un limite nelle politiche di pianificazione

fiscale. Le società possono decidere di evitare l'esposizione dell'utile alle imposte trattenendo in azienda il valore creato indirizzandolo così all'autofinanziamento. La scelta degli indici di bilancio, ROS e ROI affievolisce, almeno in parte, il problema considerando al denominatore non già l'utile, come nel ROE, ma il risultato operativo.

Con riferimento alla concentrazione le aspettative si possono basare sul lavoro portato avanti da Demsetz fin dal 1983, quando affermò l'assenza di correlazioni tra la assetto proprietario e *performance* aziendali. Nel 1985 con Lehn, in una ricerca empirica basata su 511 società statunitensi relativa al 1980, non trovò significative correlazioni tra indici relativi alla redditività aziendale e varie dimensioni della struttura proprietaria.

Florackis (2005) non presenta per la variabile della concentrazione risultati statisticamente significativi nella relazione con la *performance* aziendale. Altri studi portano risultati che però non ci offrono informazioni puntuali rispetto alla nostra indagine. Iacobucci e Calcagnini (2002) giungono infatti alla conclusione che la concentrazione della proprietà non sembra avere alcun effetto sulle capacità di finanziamento delle imprese. Tale indicatore è evidentemente solo in parte assimilabile al concetto di *performance*.

La letteratura relativa alla finanza aziendale, in particolare circa la configurazione del capitale societario parte dagli studi di Modigliani e Miller (1958). Le loro conclusioni evidenziano la neutralità rispetto alle *performance* della scelta di come le aziende scelgono di finanziarsi, con capitale proprio o con indebitamento. Molteplici teorie si sono succedute proponendo e cercando di dimostrare una struttura finanziaria superiore che cioè sia più efficace per il conseguimento di risultati aziendali più performanti. Tra queste ricordiamo le teorie ad approccio tributario che enfatizzano il ruolo del vantaggio fiscale del debito. Questo ha un costo inferiore essendo i prestiti, in assenza di crisi di mercato, meno remunerativi rispetto all'investimento azionario e soprattutto poiché gli

interessi passivi sono iscritti nel conto economico come costi diminuendo l'imponibile fiscale.

La teoria dei costi d'agenzia evidenzia che il *leverage* è correlato positivamente con il valore aziendale (Stulz, 1990; Harris e Raviv, 1990 e 1991).

Altri, Singh e Faircloth, (2005), studiando 392 imprese quotate sui mercati azionari statunitensi tra il 1996 e il 1999, evidenziano invece correlazioni negative tra indebitamento e driver della *performance*, quali l'utile e il *cash flow* operativo.

Rimanendo sempre nell'ambito finanziario, ma relativamente alla liquidità della struttura finanziaria, Adam e Buckle (2003) hanno trovato una correlazione positiva tra liquidità e performance.

Risultati, analisi descrittiva

Iniziamo l'analisi dei risultati dal momento descrittivo considerando distribuzioni di frequenza e medie che ci permettano di ottenere un primo quadro informativo.

Le 199 società considerate nel *database* sono distribuite liberamente senza la predeterminazione di *pool* omogenei secondo una determinata variabile. Da un lato, ciò può indebolire talune emergenze ma altresì l'osservatore permane neutrale e l'unica scelta effettuata *ex ante* è relativa alla selezione dimensionale in base al fatturato. Tutte le società presentano ricavi superiori ai 50 milioni e già tale opzione rappresenta un elemento che influenza la raccolta dei bilanci oltre alla considerazione che il periodo decennale considerato orienta l'oggetto d'indagine eliminando tutte le società non più attive.

Le prime informazioni utili hanno origine dalla distribuzione delle società secondo le dimensioni qualitative analizzate.

Tabella 5.1 Numero Società per forma giuridica e per localizzazione della sede legale

Forma giuridica	area			Totale
	Nord	Centro	Sud e isole	
SPA	96	19	14	129
SRL	23	5	4	32
SC	31	6	1	38
Totale	150	30	19	199

Fonte: nostre elaborazioni su dati AIDA – Bureau Van Dijk

Se si considerano la forma giuridica e la distribuzione per macroarea territoriale (tab. 5.1), appare evidente lo sbilanciamento verso le società per azioni del nord che da sole rappresentano il 48,2% del campione. L'area Nord rappresenta complessivamente il 75,4% del campione, mentre Centro e Sud e isole ne rappresentano rispettivamente il 15,1% e il 9,6%. Tale ripartizione si ripete sostanzialmente all'interno delle tre diverse forme giuridiche, salvo per le società cooperative che solo per il 2,6% appartengono alla macroarea Sud e isole.

La maggiore incidenza delle imprese agroalimentari di grandi dimensioni è quindi localizzata, come era facile da ipotizzare, nella parte economicamente più dinamica del paese.

Se il Nord risulta l'area più rappresentata, le SPA sono la forma giuridica che pesa di più nel campione, il 64,8%, seguono le Cooperative con il 19,1% e infine le SRL al 16,1%. La ripartizione complessiva si ripete nelle diverse aree territoriali con l'eccezione, in logica coerenza con quanto sopra evidenziato, delle società cooperative che sono solo il 5,3% delle società localizzate al sud e nelle isole.

La distribuzione delle imprese e delle loro caratteristiche evidentemente non è neutra, anzi è portatrice di potenziali distorsioni dei risultati dell'indagine di cui occorre tenere conto.

Le dimensioni aziendali si riverberano evidentemente su questi dati, indirizzando il campione verso le società per azioni cui l'ordinamento offre le più alte potenzialità di raccolta del capitale. Ciò che lascia qualche perplessità è riferibile alla presenza di un numero relativamente elevato di società a responsabilità limitata che non sono la formula più coerente per aziende di grandi dimensioni.

Tabella 5.2. Numero società per Forma giuridica e per Codice ATECO 2007

Forma Giuridica	Codice ATECO			Totale
	1	10	11	
SPA	4	103	22	129
SRL	0	29	3	32
SC	23	13	2	38
Totale	27	145	27	199

Fonte: nostre elaborazioni su dati AIDA – Bureau Van Dijk

Se consideriamo invece forma giuridica e macrosettore di attività (tab. 5.2) le società più rappresentate sono le SPA dell'industria alimentare che costituiscono il 51,8% del totale, mentre non sono addirittura presenti SRL nel settore agricolo.

Le società del macrosettore agricolo sono in assoluta maggioranza società cooperative (85,2% del totale ATECO 01), mentre negli altri settori la preponderanza è per le SPA, al 63,3% per l'industria alimentare al 73,7% per l'industria delle bevande.

La storia del nostro mondo agricolo fatta in larga parte dal mondo cooperativo nel corso del secolo scorso trova ancora oggi piena manifestazione.

Il settore dell'industria alimentare rappresenta nel complesso il 72,9% delle società analizzate con gli altri due settori alla pari al 13,6%.

Risulta opportuno analizzare la distribuzione delle società anche considerando come si ripartiscono nella combinazione macrosettore di attività - area territoriale (tab 5.3).

Le società del codice ATECO 10 localizzate nel Nord del paese sono le più numerose e rappresentano il 54,3% del totale. Il peso delle società per le tre aree territoriali è ripartito omogeneamente per codice ATECO: le società del Nord pesano per ogni settore tra il 74,1 e l'81,5%, quelle del Centro hanno un *range* tra il 14,8 e il 15,2%, mentre il sud rappresenta solo il 3,7% del settore agricolo quando gli altri codici sono al 10,3% (codice 10) e 11,1% (codice 11).

Tab. 5.3 Numero Società per Codice ATECO 2007 e per localizzazione sede legale

Codice ATECO	Area			Totale
	Nord	Centro	Sud e isole	
01	22	4	1	27
10	108	22	15	145
11	20	4	3	27
Totale	150	30	19	199

Fonte: nostre elaborazioni su dati AIDA – Bureau Van Dijk

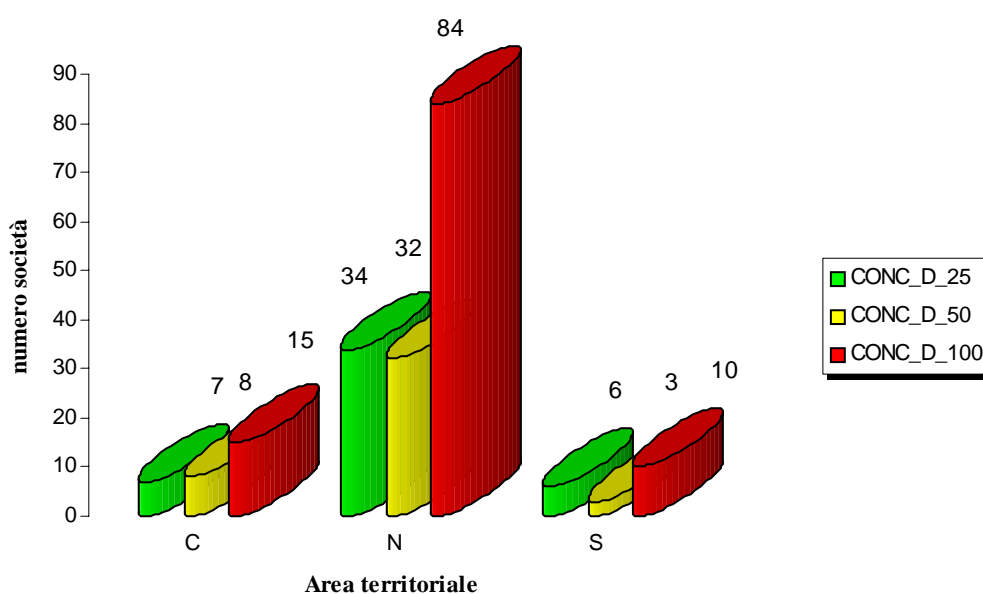
E' ora possibile avere un quadro di riferimento che tratteggia il campione oggetto di studio. La scelta di non costituire arbitrariamente *pool* omogenei ci permette di avere le prime informazioni, in particolare – a titolo di riepilogo sintetico – risulta evidente per le società del settore agroalimentare italiano con fatturato superiore ai 50 mln di euro la tendenza ad appartenere al codice ATECO 10, essere localizzate nel nord del paese ed ad essere costituite giuridicamente quali società per azioni.

Passiamo a descrivere la distribuzione rispetto alla variabile saliente della concentrazione azionaria. Questa è definita secondo il gradiente di

proprietà del primo azionista, fino al 25%, tra il 25 e il 50% e infine oltre il 50%.

Il raggruppamento più numeroso è relativo alle società del Nord con il primo azionista che detiene oltre il 50% del capitale, esso rappresenta il 42,2% del campione. La categoria di concentrazione più rappresentata è infatti quella relativa alla concentrazione superiore con il 54,8% del totale. Gli altri livelli di concentrazione si dividono la restante quota con il 23% circa ciascuno. Non vi sono significative differenziazioni per area geografica (fig. 5.1). La numerosità per area si riverbera in via sostanzialmente equilibrata per le diverse concentrazioni.

Figura 5.1 Numerosità Società per Area territoriale e Concentrazione proprietaria



Fonte: nostre elaborazioni su dati AIDA – Bureau Van Dijk

Se consideriamo invece la Concentrazione in rapporto al settore di attività la distribuzione risulta assai meno equilibrata (fig. 5.2).

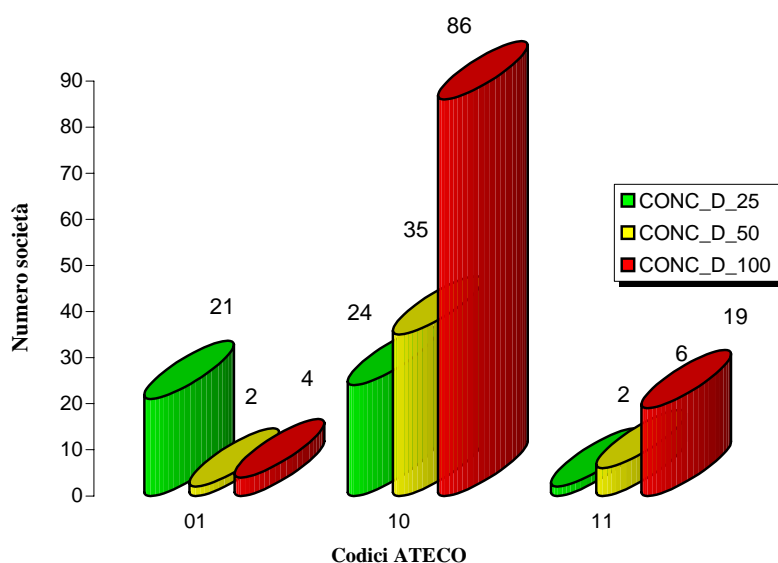
Il raggruppamento più numeroso afferisce al Codice ATECO 10 relativo alle industrie alimentari ed ha concentrazione superiore al 50%, con il 43,2% del totale.

Il settore agricolo ha quale concentrazione tipica la concentrazione proprietaria inferiore al 25%; evidente conseguenza dell'afferenza a tale gruppo della maggior parte delle cooperative. Gli altri due settori hanno invece come concentrazione più frequente quella superiore al 50%, rispettivamente per l'industria alimentare pari al 59,3%, per quella delle bevande addirittura al 70,4%. La concentrazione più forte raggiunge nel settore agricolo solo il 14,8% del totale.

Tale settore evidentemente fa storia a sé.

Infine, con riferimento alle distribuzioni di frequenza è interessante osservare la ripartizione dei diversi gradienti di concentrazione della proprietà con riferimento alla forma giuridica (fig. 5.3).

Figura 5.2 Numerosità Società per Codice ATECO 2007 e Concentrazione proprietaria



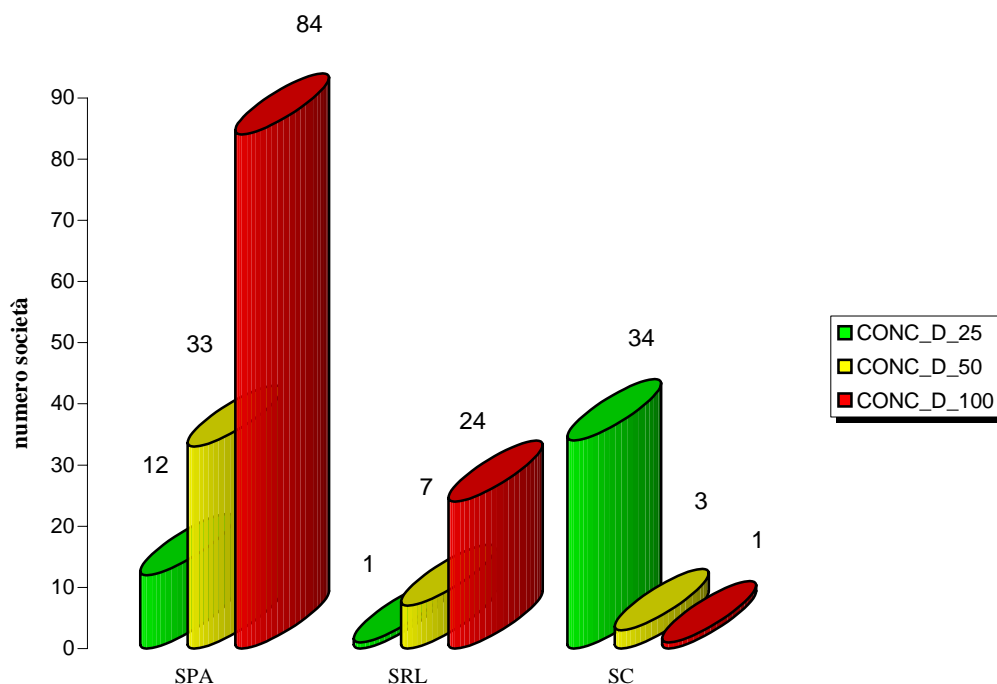
Fonte: nostre elaborazioni su dati AIDA – Bureau Van Dijk

Le società per azioni con la concentrazione massima sono il gruppo più rilevante e pesano per il 42,2% del campione oggetto di studio.

La distribuzione ci offre ulteriori informazioni. Le SPA nel 65,1% dei casi hanno una concentrazione azionaria superiore al 50% rendendole di fatto non contendibili sul mercato; solo il 9,3% ha una concentrazione della

proprietà inferiore al 25%. Le SRL hanno una situazione ancora più definita in tal senso, con il 75% delle aziende nella categoria di massima concentrazione e solo il 3,1% in quella ove il controllo è più labile. Diversa la situazione per le cooperative che presentano un quadro ribaltato, ben l'89,5% delle stesse ha una concentrazione inferiore al 25%.

Figura 5.3 Numerosità Società per Forma giuridica e Concentrazione proprietaria



Fonte: nostre elaborazioni su dati AIDA – Bureau Van Dijk

L'emergenza di questa analisi circa la concentrazione rafforza quanto affermano Calcagnini e Iacobucci (2002) che definiscono il mercato italiano un mercato "chiuso". In tal senso diviene anzi difficile riconoscere tale arena come mercato, vista la non contendibilità delle imprese ed evidenziando una peculiarità dei costi di agenzia. Il problema nel nostro paese più che sulle potenziali distorsioni causate dal ruolo del *management*, risiede nel ruolo dell'imprenditore. Concentrazioni azionarie così elevate affievoliscono, di fatto, il controllo del mercato sull'imprenditore portando

all'identificazione, anzi alla subordinazione agli obiettivi imprenditoriali di quelli societari.

In questo senso il codice civile sembra assumere un ruolo sia normativo sia di indirizzo laddove definisce la nozione di azienda: "l'azienda è il complesso dei beni organizzati dall'imprenditore per l'esercizio d'impresa", art. 2555 Cod.Civ.. In sostanza più che definire l'azienda la si associa simbioticamente alla figura imprenditoriale.

Consideriamo quindi le variabili di performance e quelle finanziarie indagate.

Le prime su cui è stato costruito il modello di regressione ponendole quali variabile dipendente devono essere analizzate nelle loro manifestazioni rispetto alle variabili indipendenti.

In particolare se focalizziamo l'attenzione sul ROI, possiamo notare, per quello totale, un andamento sempre positivo e con un *range* limitato tra il 4,13% e il 5,71%. Tali valori sono difficilmente comparabili con quelli degli altri settori economici. Il settore finanziario e creditizio ha indici di reddito che mirano alla doppia cifra mentre quelli di altri settori sono maggiormente influenzati dal ciclo economico. L'anticiclicità del settore alimentare, che gli permette di subire meno le conseguenze delle crisi economiche, finisce altresì per limitare gli spunti sopra la media. I dati proposti dall'Osservatorio economico-finanziario dell'industria agroalimentare europea¹⁵ e basati su 6700 imprese italiane, (Bagnara e Di Clemente, 2005), presentano come media per il periodo 2001/2004 un valore del ROI pari al 3,5%. Nello stesso periodo, 2001/04, la media del nostro campione è stata superiore e pari al 4,9%.

Le analisi di Zanoli (2008) sul periodo 2003/06 delle aziende alimentari emiliano-romagnole non portano risultati troppo dissimili, con il ROI che, con esclusione delle tre filiere degli Oli e grassi, degli alimenti

¹⁵ Sorto dalla collaborazione tra Artemis srl, Infomanager srl e il dottorato di ricerca in Economia e politica agraria dell'università di Bologna (a cui afferisce lo scrivente autore).

animali e quella residuale degli altri alimenti, varia – in 9 filiere - tra il 2,82 e il 9,02%. Le altre tre filiere hanno invece un ROI che arriva alla doppia cifra raggiungendo il 12,24% nel 2006 per gli olii.

Il nostro dettaglio evidenzia il difforme comportamento dell'indice a seconda della forma giuridica delle società del campione (tab. 5.4).

Le società cooperative hanno un risultato costantemente e significativamente inferiore avendo addirittura, nel 2002, un ROI negativo. Lo scarto medio rispetto alle SPA è rilevante e pari al 4,43%.

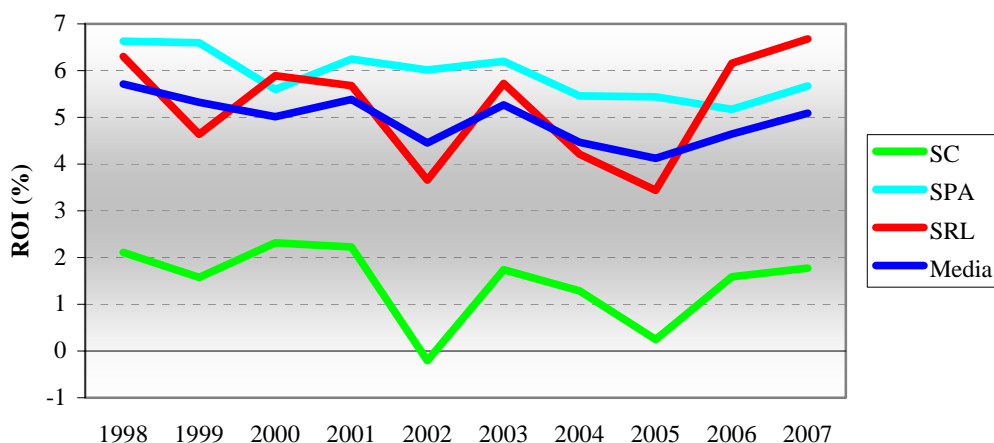
Tabella 5.4 ROI per Forma giuridica 1998/2007 (%)

Forma giuridica	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Media 1998/2007
SC	2,11	1,58	2,32	2,23	-0,20	1,74	1,29	0,25	1,59	1,77	1,47
SPA	6,63	6,60	5,60	6,24	6,02	6,20	5,46	5,44	5,17	5,67	5,90
SRL	6,30	4,64	5,89	5,68	3,66	5,72	4,21	3,44	6,16	6,68	5,24
Totale	5,71	5,32	5,02	5,39	4,45	5,27	4,46	4,13	4,65	5,09	4,95

Fonte: nostre elaborazioni su dati AIDA – Bureau Van Dijk

La differenza tra le SPA e le SRL è inferiore benché vi sia una lieve supremazia delle SPA.

Figura 5.4 ROI per Forma giuridica



Fonte: nostre elaborazioni su dati AIDA – Bureau Van Dijk

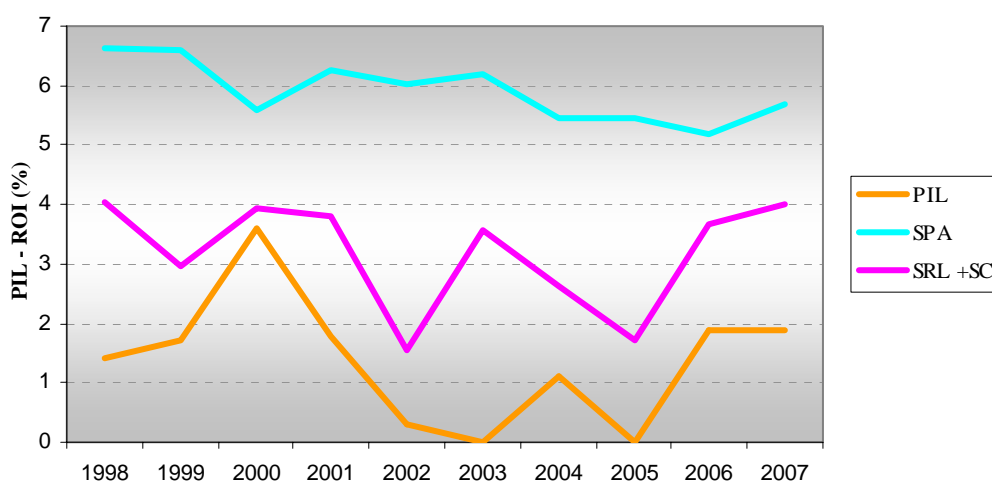
Ciò che risulta evidente dal grafico è la differente variabilità del dato: la maggiore volatilità delle SRL non necessita di particolari strumenti di analisi finanziaria (fig. 5.4).

E' interessante valutare se esista una correlazione tra l'andamento del settore agroalimentare e altre variabili macroeconomiche.

Si è quindi proceduto ad un confronto tra il ROI medio delle società cooperative e a responsabilità limitata, la cui similarità era manifestata dal precedente grafico, quella delle SPA e il PIL italiano (fig 5.5).

L'anticiclicità del settore non impedisce di denotare una correlazione grafica tra la crescita percentuale annua del Prodotto Interno Lordo italiano (PIL) e ROI delle società non SPA. L'andamento delle due variabili è praticamente identico nel quadriennio 2004/2007 mentre prima si notano anticipi/posticipi dei *trend*.

Figura 5.5 Confronto tra ROI delle Società e crescita percentuale annua del PIL 1998/2007



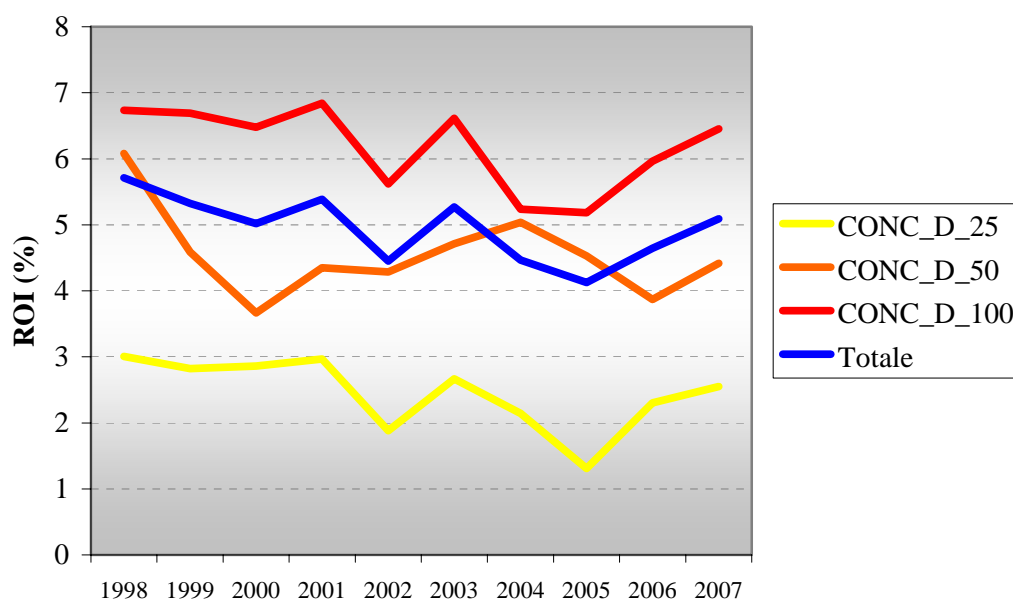
Fonte: nostre elaborazioni su dati AIDA – Bureau Van Dijk

Le SPA sembrano avere una struttura più capace di normalizzare nel tempo il risultato e di avere una maggiore indipendenza rispetto agli andamenti immediati del mercato, in questo caso dell'andamento del sistema-paese.

Tali osservazioni intendono chiaramente solo essere uno spunto per futuri e necessari approfondimenti di ricerca e nascono da evidenze grafiche che necessitano di ben altre conferme per poter essere apprezzate significativamente.

Se analizziamo il ROI con riferimento alla diversa concentrazione proprietaria (fig. 5.6) risulta evidente il vantaggio offerto nel settore alle aziende solidamente controllate da un unico azionista.

Figura 5.6 ROI per concentrazione proprietaria



Fonte: nostre elaborazioni su dati AIDA – Bureau Van Dijk

Il grafico evidenzia un'evidente superiorità per le concentrazioni superiori al 50% del capitale, esse hanno un ROI medio nel decennio pari al 6,2%; chiara anche l'inferiorità delle aziende più contendibili, quelle con concentrazione inferiore al 25%, il cui ROI medio è pari solo al 2,5%.

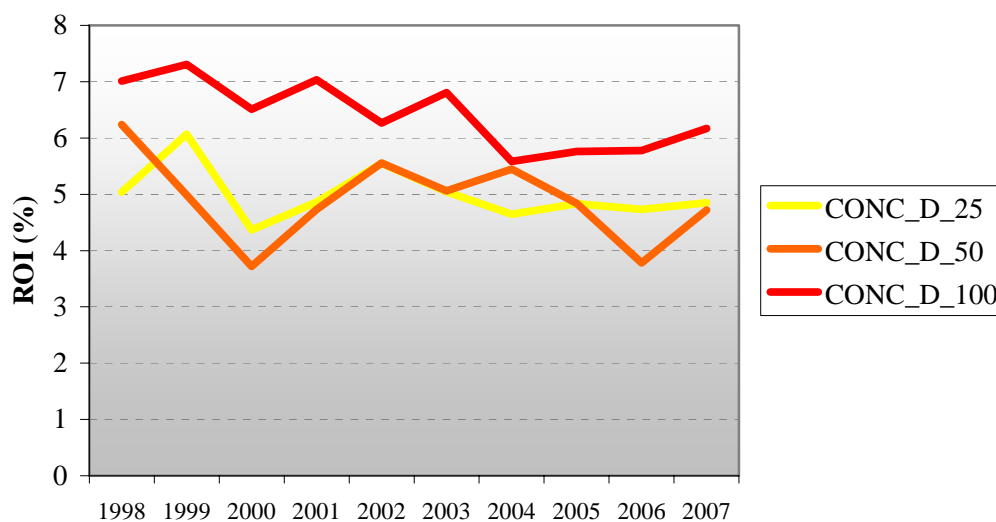
Nell'area intermedia le Società con concentrazione tra il 25 e il 50% che si attestano su un ROI pari al 4,6%.

Tali affermazioni sarebbero pienamente significativamente se non avessimo riscontrato una potenziale interferenza durante l'analisi della distribuzione della numerosità delle società rispetto alle variabili indagate.

Infatti le società cooperative, quasi al 90%, hanno una concentrazione proprietaria inferiore al 25%. Procedere ad un'analisi complessiva significa associare cooperative e bassa concentrazione.

Focalizziamo quindi l'attenzione sulle SPA (fig. 5.7): è confermata la superiorità del ROI nelle società con maggiore concentrazione azionaria, con una media decennale del 6,4% mentre non è presente una differenza significativa nelle società con concentrazioni inferiori, con ROI attorno al 5%.

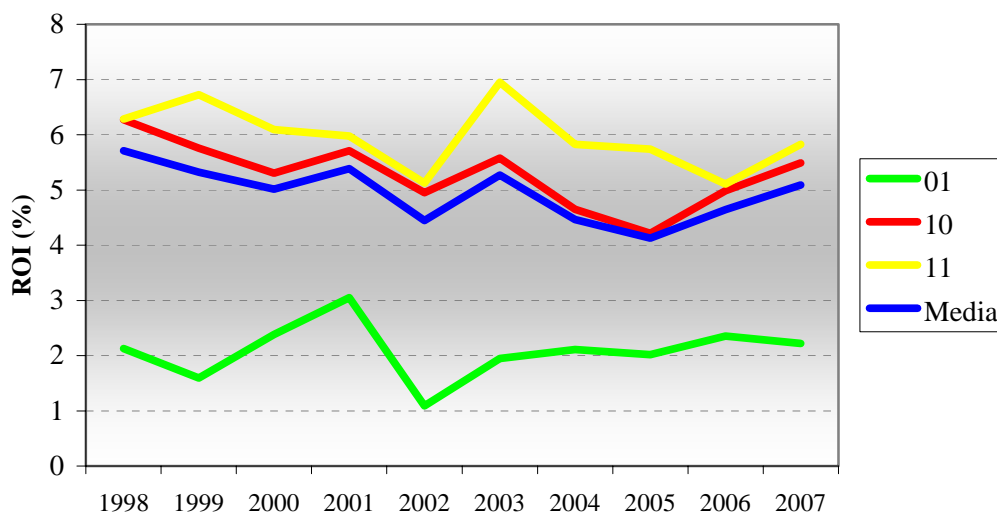
Figura 5.7 ROI per concentrazione proprietaria nelle SPA



Fonte: nostre elaborazioni su dati AIDA – Bureau Van Dijk

E' interessante osservare il comportamento del ROI a seconda del settore di attività in cui le società sono attive (fig. 5.8).

Figura 5.8 ROI per Codice ATECO 2007



Fonte: nostre elaborazioni su dati AIDA – Bureau Van Dijk

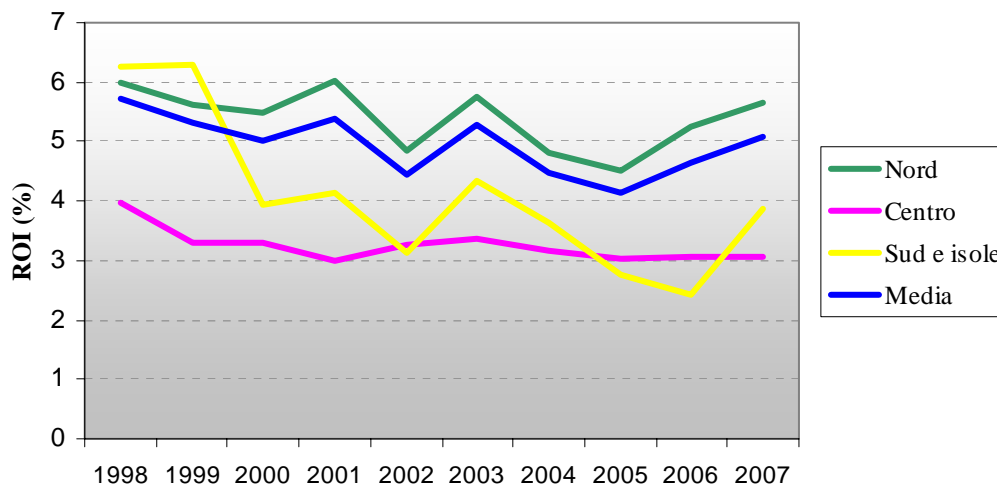
La *performance* del settore agricolo supera di poco il beneficio fondiario attestandosi nel decennio al 2,1%. Lo scarto rispetto agli altri due settori è ampio e pari al 3,2% sull'industria alimentare e al 3,9% sull'industria delle bevande. Il vantaggio del settore delle bevande su quello alimentare è inficiato da una maggiore volatilità. Le ipotesi vengono quindi confermate.

Conferme che otteniamo anche osservando il ROI rispetto all'area territoriale (fig. 5.9).

Il Nord ha un ROI indicativamente più alto, sorpassando del 2,1% le regioni centrali del paese e dell'1,3% quelle del sud e delle isole. Anche qui è osservabile una forte volatilità questa volta riferita proprio al mezzogiorno.

Lo studio della relazione tra variabili di *performance* e finanziarie sarà affrontato, poiché più appropriato, in sede di analisi inferenziale.

Figura 5.9 ROI per Area territoriale



Fonte: nostre elaborazioni su dati AIDA – Bureau Van Dijk

E' utile osservare il comportamento dell'altra variabile di *performance* ovvero il ROS, *Return on Sales*.

Le informazioni integrative sono di fatto limitate e anche in questo indice i valori sono bassi.

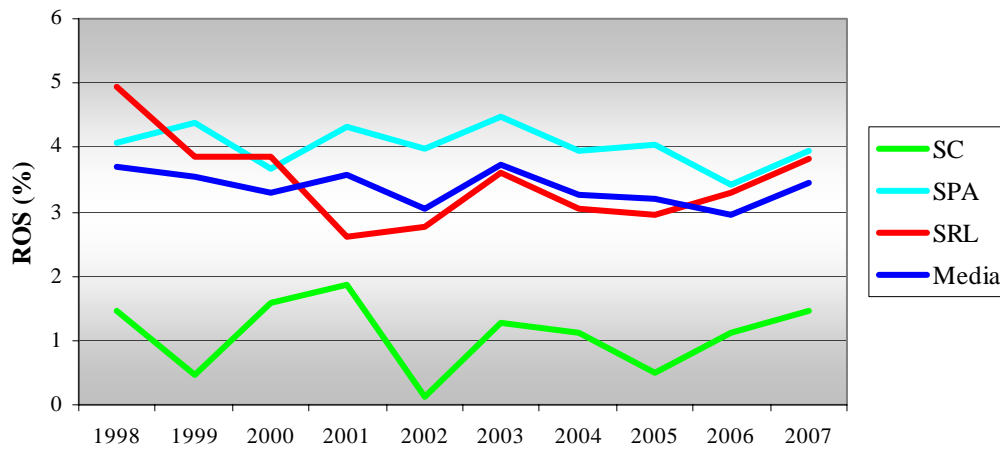
Il ROS è pari nel decennio al 3,3%, variando in un *range* assai limitato tra il 3 e il 3,7%.

Se anche per il ROS procediamo ad un confronto con i dati dell'Osservatorio dell'industria agroalimentare europea (Bagnara, Di Clemente, 2005) è confermato un valore inferiore al ROI. Nel confronto a parità di periodo, 2001/2004, la media dell'osservatorio si assesta al 2,5% mentre quella del nostro campione è ancora superiore e pari al 3,4%.

Le SPA confermano i migliori risultati con il 4,0%, con le SRL non troppo lontane al 3,5% mentre le cooperative raggiungono solo l'1,1% (fig. 5.10). Le SPA presentano per il ROS un livello di volatilità lievemente superiore di quanto non avvenga per il ROI.

Il comportamento delle SRL e delle cooperative anche in questo caso è simile, con uno scarto rappresentato da un'intercetta del 2,4%, ma limitatamente al periodo 2002/2007.

Figura 5.10 ROS per forma giuridica



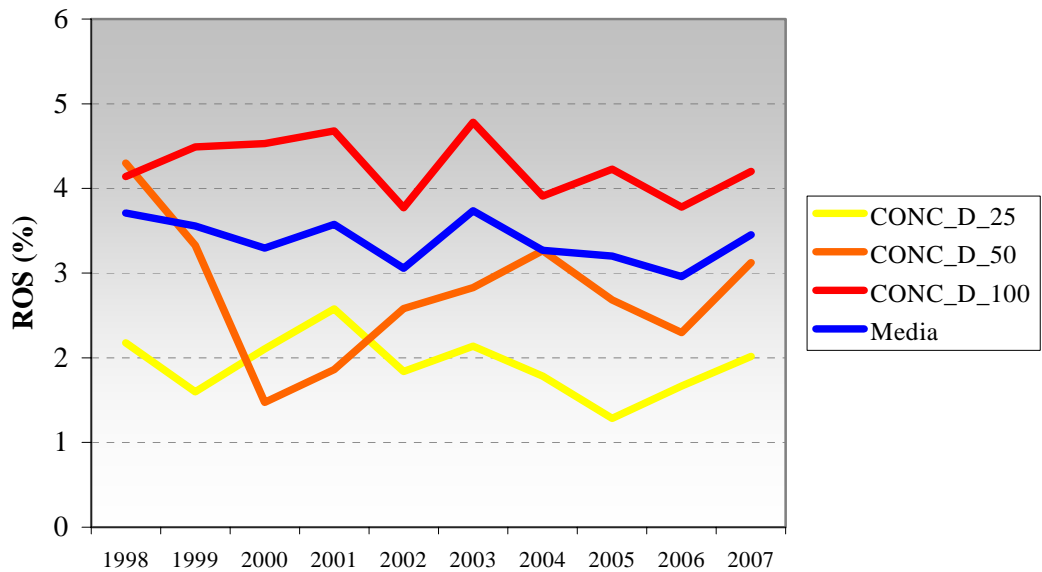
Fonte: nostre elaborazioni su dati AIDA – Bureau Van Dijk

Lo studio del ROS rispetto alla concentrazione proprietaria conferma quanto già visto per il ROI (fig. 5.11). Le società più “chiuse” con una concentrazione di azioni nelle mani del primo azionista raggiungono risultati stabilmente migliori: 4,3% per le società con il socio principale oltre il 50%, 2,8% per un controllo tra il 25 e il 50%, 1,9% per quelle con concentrazione inferiore al 25%.

Il dato tra le due concentrazioni inferiori è in realtà molto più prossimo che non nel ROI, con uno scarto dello 0,9% anziché del 2,1% e inoltre si deve rilevare l'estrema volatilità del gradiente di concentrazione intermedia rispetto a quello inferiore.

Come per il ROI è opportuno limitare l'indagine circa l'andamento del ROS a seconda della concentrazione proprietaria alle Società per azioni (fig. 5.12). In tal modo è possibile un'analisi neutrale che non venga condizionata da elementi esogeni, in particolare dal fatto che quasi il 90% delle cooperative ha bassissima concentrazione con il rischio di identificare il risultato delle stesse alle società con bassa concentrazione.

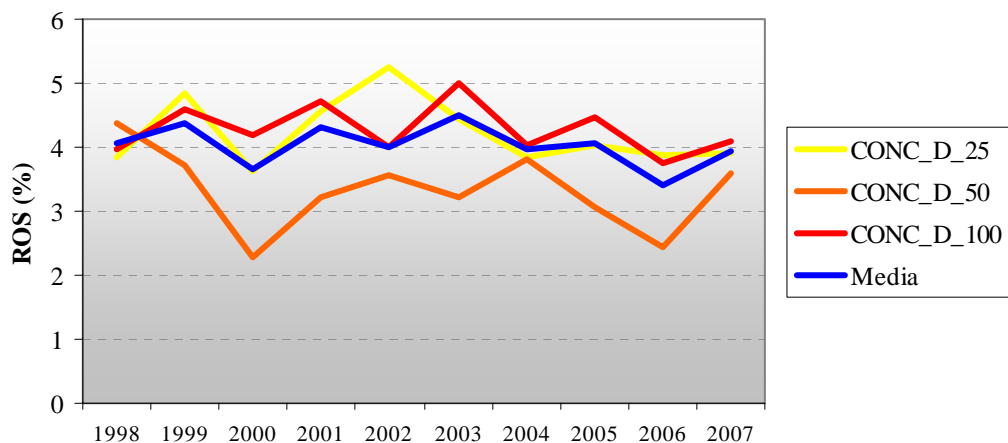
Figura 5.11 ROS per Concentrazione proprietaria



Fonte: nostre elaborazioni su dati AIDA – Bureau Van Dijk

Le evidenze sono assai interessanti infatti, da un lato il differenziale di rendimento tra le categorie in esame è assai ridotto e limitato ad un *range* inferiore al punto percentuale; dall'altro la concentrazione superiore al 50%

Figura 5.12 ROS per Concentrazione azionaria nelle SPA



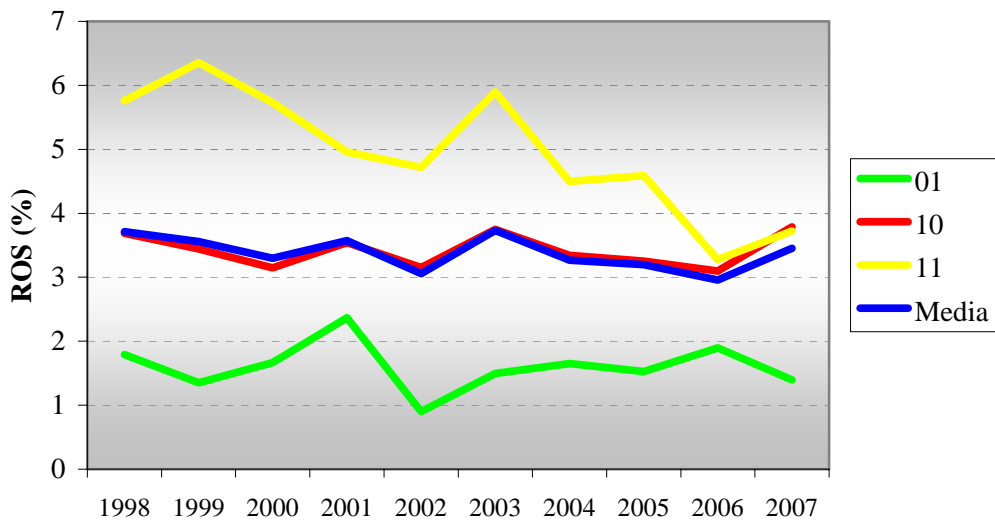
Fonte: nostre elaborazioni su dati AIDA – Bureau Van Dijk

mantiene una risicata *leadership*, con una media decennale pari al 4,3%, ma il risultato più indicativo è la scarsa performance delle società con concentrazione azionaria intermedia (3,3%).

Sembra quasi che le situazioni estreme, che presentano una maggiore definizione del controllo, limitato per le une, assoluto per le altre, sia preferibile a quella zona grigia rappresentata dal controllo che si colloca tra il 25 e il 50%.

E' ora opportuno verificare se anche le variabili territoriali e delle attività offrano informazioni aggiuntive.

Figura 5.13 ROS per Codice ATECO 2007



Fonte: nostre elaborazioni su dati AIDA – Bureau Van Dijk

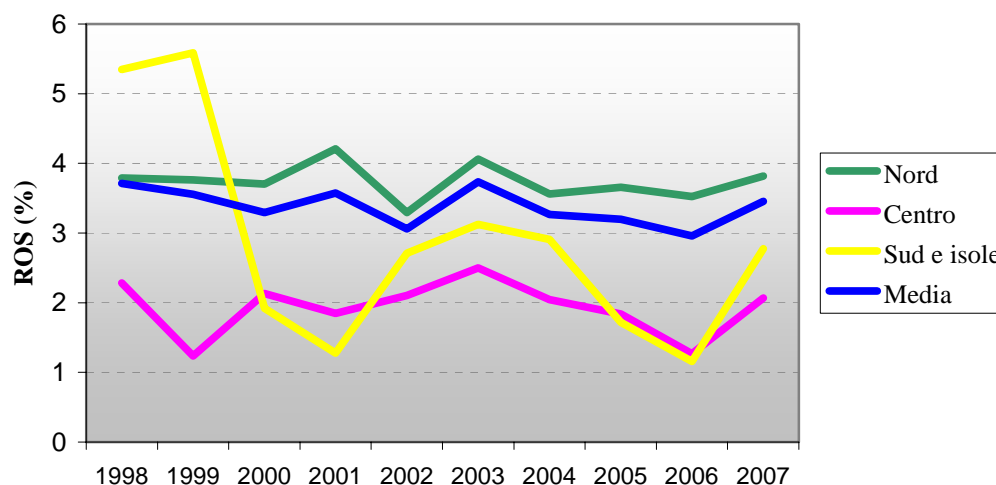
Il ROS non offre informazioni suppletive rispetto a quanto già evidenziato dal ROI in merito ai settori di attività (fig. 5.13).

Il settore agricolo (Codice ATECO 01) rimane quello con il risultato nettamente inferiore pari all'1,6% mentre il migliore risultato perviene dal settore delle bevande che arriva al 5,0%.

L'analisi del ROS per macroarea territoriale porta una sola significativa informazione che nel caso del ROI non era così evidente (fig. 5.14). Il ROS delle società del sud e delle isole tra il 1999 e il 2000 ha un

differenziale negativo pari al 3,7%, un vero e proprio crollo, mentre a livello del ROI lo scarto era pari al 2,4%.

Figura 5.14 ROS per macroarea territoriale



Fonte: nostre elaborazioni su dati AIDA – Bureau Van Dijk

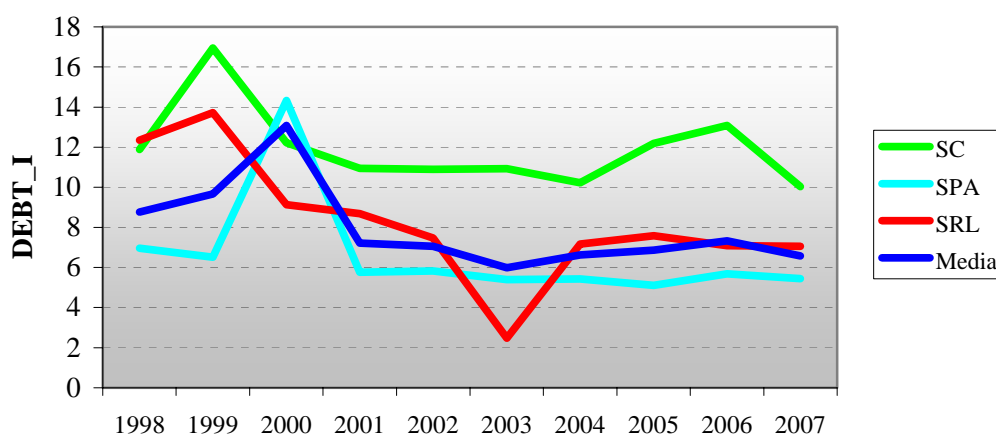
Procediamo infine all'analisi delle variabili finanziarie. L'indebitamento, il *Leverage*, nel corso del decennio è in calo e si presenta differenziato per tipologia di forma giuridica (fig. 5.15). Le società cooperative presentano valori assai elevati con una media decennale del quoziente che risulta dal rapporto tra totale attività e patrimonio netto pari a 11,9. Ciò significa che per ogni euro versato dai soci ci sono 11 euro di debiti. Il quoziente non è bassissimo neppure per SPA e SRL che hanno un quoziente rispettivamente pari a 6,6 e 8,3.

Non è possibile esprimere valutazioni circa la salute delle società cooperative con un solo indice, vedremo in seguito se l'indice di liquidità ci offrirà informazioni tali da confermare o meno queste indicazioni.

Il dato medio decennale di indebitamento risulta pari a 7,9 che risulta leggermente più elevato di quanto rilevato dall'Osservatorio economico-finanziario dell'industria alimentare che per il periodo 2001/04 rileva un

5,7. A parità di periodo considerato la differenza si assottiglia essendo il dato del nostro campione pari a 6,7.

Figura 5.15 Indicatore di Indebitamento per Forma giuridica



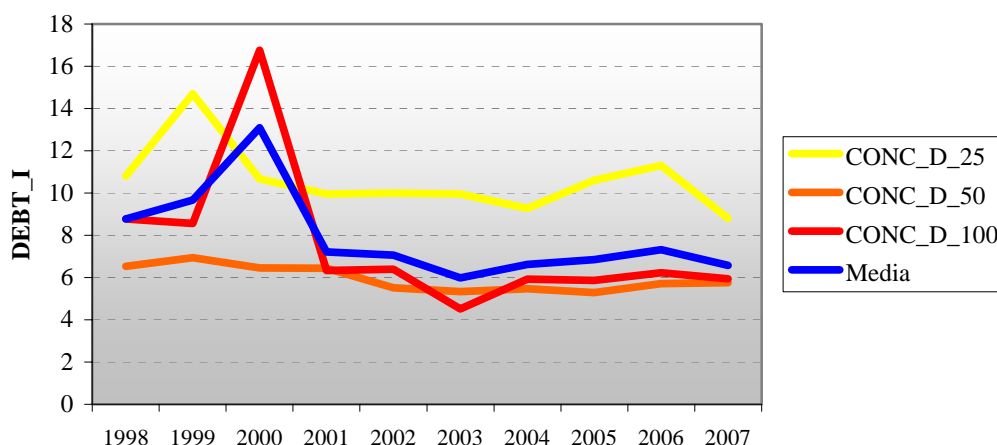
Fonte: nostre elaborazioni su dati AIDA – Bureau Van Dijk

Allo stato, il giudizio che si può esprimere evidenzia la possibilità in particolare per le SPA di ricorrere in via più equilibrata alle fonti di finanziamento. Si deve inoltre aggiungere che, come precedentemente esposto citando autori quali Modigliani e Miller non esiste un grado di indebitamento riconosciuto come migliore, come più adatto ad ottenere performance superiori. Quanto invece presente sia in letteratura che nell'evidenza empirica rileva che coefficienti di indebitamento troppo elevati sono associati pericolosamente a maggiori rischi di *default* e privano inoltre l'azienda di potenziali opportunità di investimento se correlate ad improvvise necessità di finanziamento.

Le evidenze che possiamo trarre da un confronto decennale tra *leverage* e gradiente di concentrazione proprietaria riguardano un maggiore ricorso al debito delle società meno concentrate, in cui potrebbe essere meno percepito il rischio di *default* aziendale (fig. 5.16). I quozienti per tale categoria sono mediamente pari a 10,6, mentre per le più concentrate siamo

al 7,5 e per le intermedie al 6,0. Ci sono evidenti salti nelle diverse annualità considerate come peraltro presente in letteratura (Zanoli, 2008).

Figura 5.16 Indicatore di indebitamento per Concentrazione proprietaria

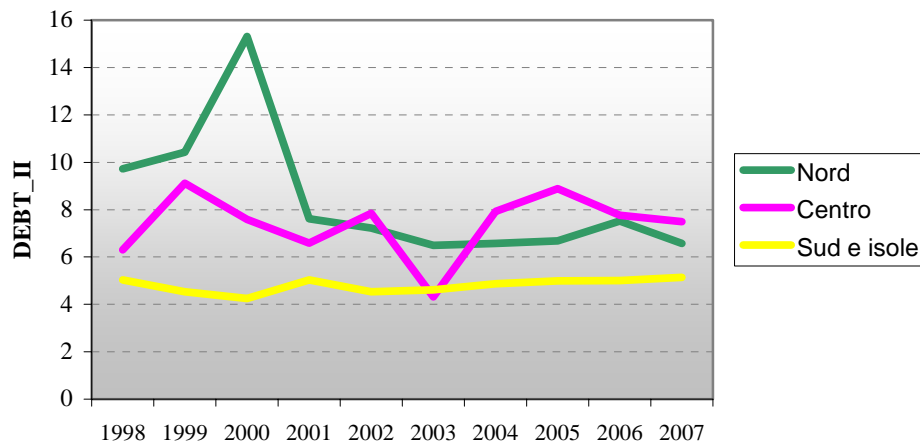


Fonte: nostre elaborazioni su dati AIDA – Bureau Van Dijk

L'indebitamento per Macroarea territoriale indica un quoziente significativamente basso pari a 4,8 lasciando in questo caso intuire una certa difficoltà ad accedere al sistema del credito o comunque un'area non troppo dinamica; Nord e centro si assestano rispettivamente ad 8,4 e 7,4 (fig. 5.17).

L'analisi per codice di attività non porta informazioni significative e le medie sembrano confermare tale neutralità (fig. 5.18). Vi è inoltre una forte convergenza a partire dal 2002.

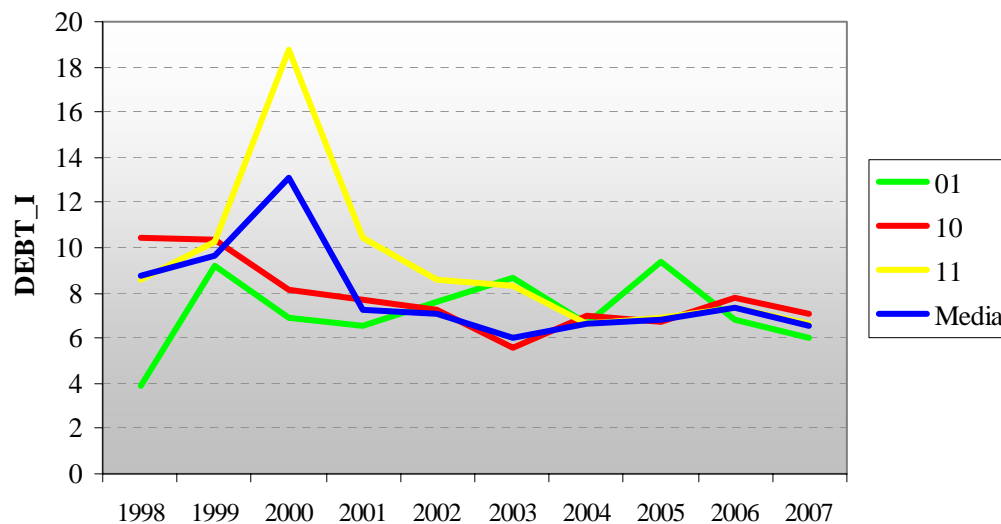
Figura 5.17 Indicatore di indebitamento per Macroarea territoriale



Fonte: nostre elaborazioni su dati AIDA – Bureau Van Dijk

La media più elevata è quella dell'industria delle bevande che risente però di un picco attorno al 2000 con un quoziente medio decennale pari a 9,2; seguono l'industria alimentare a 7,8 e il settore agricolo pari a 7,2.

Figura 5.18 Indicatore di indebitamento per Codice ATECO 2007



Fonte: nostre elaborazioni su dati AIDA – Bureau Van Dijk

Tabella 5.5 Indicatore di liquidità per Forma giuridica

Forma giuridica	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Media
SPA	0,99	0,98	0,98	1,02	1,03	1,01	1,08	1,06	1,11	1,03	1,03
SRL	1,23	1,41	1,31	1,23	1,06	1,16	1,14	1,15	1,19	1,23	1,21
SC	0,92	0,92	0,92	0,86	0,93	0,86	0,89	0,85	0,91	0,91	0,90
Media	1,01	1,03	1,02	1,03	1,01	1,00	1,06	1,03	1,08	1,04	1,03

Fonte: nostre elaborazioni su dati AIDA – Bureau Van Dijk

Lo studio dell'indice di liquidità, ACID, viene presentato per dato numerico senza il ricorso al grafico poiché, al contrario degli altri casi, era meno di ausilio a causa del limitato ordine di grandezza e perché i risultati non presentano variazioni consistenti e suggeriscono un'analisi puntuale (tab. 5.5).

I valori ritenuti ottimali per l'indice di liquidità calcolato come rapporto tra attivo circolante meno le rimanenze e totale debiti entro l'esercizio è pari a 0,7 – 0,8 (Zanoli, 2008).

Il risultato è quindi positivo per tutte le tipologie societarie e non conferma il rischio che per le cooperative era stato rilevato in sede di analisi del quoziente di indebitamento.

Tabella 5.6 Indicatore di liquidità per Concentrazione proprietaria

Concentrazione proprietaria	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Media
CONC_D_25	0,98	0,99	1,01	0,97	1,02	0,99	1,02	0,99	1,01	1,02	1,00
CONC_D_50	1,11	1,03	1,02	1,03	1,04	0,95	0,95	0,93	0,93	0,99	1,00
CONC_D_100	0,99	1,06	1,02	1,05	1,00	1,03	1,11	1,09	1,17	1,07	1,06
Media	1,01	1,03	1,02	1,03	1,01	1,00	1,06	1,03	1,08	1,04	1,03

Fonte: nostre elaborazioni su dati AIDA – Bureau Van Dijk

Se l'indebitamento è alto è, a bilanciamento, soddisfacente la solvibilità. Il migliore quoziente è riscontrato a livello di SRL.

Complessivamente nel decennio considerato l'indice di liquidità si assesta all'1,03 leggermente superiore a quanto rilevato dall'Osservatorio economico-finanziario dell'industria agroalimentare europea che rileva nel quadriennio 2001/04 un valore pari a 0,72. E' da osservare che, a parità di periodo considerato, il nostro dato medio non cambia.

L'indicatore di liquidità studiato secondo la dimensione della concentrazione proprietaria ne evidenzia una assoluta neutralità (tab. 5.6). L'assetto proprietario pare assolutamente ininfluenza rispetto alle scelte di copertura del debito.

Tabella 5.7 Indicatore di liquidità per Codice ATECO 2007

ATECO	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Media
01	0,92	0,94	0,84	0,85	0,91	0,87	0,91	0,87	1,04	0,91	0,91
10	0,98	0,99	1,02	1,04	1,02	1,02	1,08	1,07	1,07	1,06	1,04
11	1,27	1,35	1,21	1,11	1,07	1,05	1,07	1,01	1,16	1,10	1,14
Media	1,01	1,03	1,02	1,03	1,01	1,00	1,06	1,03	1,08	1,04	1,03

Fonte: nostre elaborazioni su dati AIDA – Bureau Van Dijk

Il discorso cambia leggermente con riferimento al settore economico di attività che vede un risultato peggiore per il settore agricolo benché sempre con valori giudicabili più che tranquilli (tab. 5.7).

Risultati, analisi inferenziale

Iniziamo l'analisi degli *output* relativi all'analisi inferenziale dal modello che individuava come *proxy* della *performance* il ROI.

Il primo elemento da evidenziare (Tab. 5.8) è il valore di R^2 che, nel nostro caso è pari a 0,1507; possiamo quindi affermare che viene spiegato

circa il 15% della varianza della variabile indipendente, della performance. La versione “*adjusted*” di R^2 , che integra nella formula i gradi di libertà a cui rinunciamo con il modello specificato, è pari al 14,6%. Il valore è evidentemente basso, ma occorre ricordare come il nostro obiettivo era sì di capire qualcosa di più sulla *performance* ma in particolare in relazione agli assetti proprietari. Il nostro scopo non era quindi solo quello di individuare variabili esplicative della performance aziendale ma, anche, quello di stimare l’effetto causale delle variabili che abbiamo individuato come rappresentative degli assetti proprietari e di controllo. Altresì rammentiamo che il modello è solo una parte dello strumento cognitivo che proponiamo giacché “non è possibile arrivare a spiegazioni causali solo con l’ausilio di tecniche statistiche, ma è in più necessario un input sostantivo in termini teorici” (Goldthorpe, 2006). Infine, nella letteratura economica di riferimento non è raro riscontrare valori simili: il nostro lavoro di riferimento (Florackis, 2005) presenta un modello con un R^2 *adjusted* pari al 24%, i modelli proposti da Singh e Faircloth (2005) presentano R^2 *adjusted* pari al 15%.

La regressione è nel complesso significativa infatti Prob (F – statistic) è pari a 0.000000.

Consideriamo ora le singole variabili:

La costante C (α nella formula del modello) che è il valore dell’intercetta risulta positivo e pari a 2,67.

Alcune variabili non risultano significative, in particolare le variabili relative all’appartenenza ad un diverso settore economico di attività, le *dummy* ATECO_D_1 e ATECO_D_10, e la *dummy* relativa alla concentrazione della proprietà inferiore al 25% (CONC_D_25). La mancanza di informazioni che portano le *dummy* ATECO è di per se una informazione: pare che il settore economico di appartenenza non abbia alcun impatto sul ROI.

Tutte le altre variabili indipendenti considerate hanno una significatività dell’1% (Prob).

La variabile relativa all'indice di indebitamento (DEBT_I) è negativa. Il dato empirico non sembrerebbe seguire la neutralità delle scelte di indebitamento rispetto alle *performance* postulata dalla teoria di Modigliani e Miller (1958). Si evince piuttosto una conferma a quanto esposto dalle teorie che prospettano una correlazione negativa tra debito e *performance*.

Tabella 5.8 Output Eviews per il ROI

Dependent Variable: ROI
Method: Panel Least Squares
Date: 03/13/09 Time: 10:57
Sample: 1998 2007
Cross-sections included: 199
Total panel (balanced) observations: 1990

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	
C	2.673829	0.637095	4.196911	0.0000	***
DEBT_I	-0.014678	0.004762	-3.082075	0.0021	***
ACID	2.044617	0.188923	10.82246	0.0000	***
ATECO_D_1	-0.463029	0.638037	-0.725709	0.4681	
ATECO_D_10	-0.219402	0.407172	-0.538843	0.5901	
FORMA_D_SPA	1.062482	0.384947	2.760071	0.0058	***
FORMA_D_SC	-2.423017	0.729518	-3.321395	0.0009	***
CONC_D_25	0.277042	0.547796	0.505740	0.6131	
CONC_D_100	1.325639	0.348609	3.802648	0.0001	***
AREA_D_C	-1.951662	0.384370	-5.077565	0.0000	***
AREA_D_S	-2.307534	0.484033	-4.767311	0.0000	***
R-squared	0.150775				
Adjusted R-squared	0.146484				
Prob(F-statistic)	0.000000				

* = significativo al 10%; ** = significativo al 5%;*** = significativo all'1%;

La variabile relativa alla liquidità (ACID) ha segno positivo e valore pari a 2,04 evidenziando una significativa correlazione rispetto al ROI. Ciò conferma quanto rilevato da Adams e Buckle (2003). La presenza di un

attivo circolante superiore all'indebitamento a breve, nel medio-lungo periodo, è sicuramente positivo per l'azienda. Di per sé l'attivo circolante è indicatore di un'azienda non troppo immobilizzata ed inoltre un limitato circolante è spia di problemi aziendali. La capacità di spalmare l'indebitamento su periodi superiori all'esercizio, inoltre, rende l'azienda meno passiva rispetto al sistema bancario aumentandone significativamente la solidità.

Le *dummy* relative all'appartenenza a AREA_D_C e AREA_D_S hanno entrambe segno negativo con valori rispettivamente pari a -1,95 e -2,31. Questo risultato conferma quanto ipotizzato, con un impatto negativo rispetto al ROI legato all'appartenenza alle regioni con minor dotazione infrastrutturale e con un reddito disponibile per cittadino inferiore, il centro e il sud del paese.

Le *dummy* relative alla forma giuridica confermano le nostre ipotesi. La forma giuridica SPA ha segno positivo e pari a 1,06 mentre la forma in società cooperative ha segno negativo pari a 2,42. Il dato empirico è quindi nella direzione che fondavamo su una serie di elementi di natura costitutiva delle società, con le società per azioni favorite nella formazione/emersione dell'utile aziendale rispetto in particolare alle società cooperative.

Se la *dummy* relativa alla concentrazione di quote azionarie inferiori al 25% non è statisticamente significativa non è così per la *dummy* della concentrazione superiore al 50%. Infatti essa è significativa ed ha segno positivo con valore pari a 1,33. Il dato empirico va nella direzione delle tesi di Calcagnini e Iacobucci (2002) che osservano, nel nostro paese, il prevalere di modelli di proprietà chiusi, come è il caso in cui il principale azionista abbia una partecipazione così rilevante.

Passiamo quindi ad analizzare i risultati del modello che assume come variabile indipendente il ROS (Tab. 5.9).

Anche in questo caso i valori di R^2 , 14,4%, e di R^2 adjusted, 14,0%, sono bassi e il modello è statisticamente significativo con Prob (F-statistic) pari a 0.000000.

In questo caso, a differenza che nel ROI, tutte le variabili sono significative.

Tabella 5.9 Output Eviews per il ROS

Dependent Variable: ROS
Method: Panel Least Squares
Date: 03/13/09 Time: 10:59
Sample: 1998 2007
Cross-sections included: 199
Total panel (balanced) observations: 1990

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	
C	1.549472	0.569590	2.720330	0.0066	***
DEBT_I	-0.011586	0.004258	-2.721144	0.0066	***
ACID	2.181838	0.168906	12.91750	0.0000	***
ATECO_D_1	-1.005892	0.570432	-1.763386	0.0780	*
ATECO_D_10	-1.162934	0.364029	-3.194621	0.0014	***
FORMA_D_SPA	0.856046	0.344159	2.487355	0.0130	**
FORMA_D_SC	-1.821101	0.652220	-2.792158	0.0053	***
CONC_D_25	0.927455	0.489752	1.893722	0.0584	*
CONC_D_100	1.176814	0.311671	3.775817	0.0002	***
AREA_D_C	-1.598107	0.343643	-4.650490	0.0000	***
AREA_D_S	-1.831528	0.432746	-4.232342	0.0000	***
R-squared	0.144045				
Adjusted R-squared	0.139719				
Prob(F-statistic)	0.000000				

* = significativo al 10%; ** = significativo al 5%;*** = significativo all'1%;

L'intercetta, costante c, è inferiore a quella individuata per il ROI ma comunque positiva e pari ad 1,55.

Sia il rapporto di indebitamento che l'indice di liquidità non si discostano da quanto ottenuto con il ROI, significativi all'1% hanno anche

lo stesso segno e stesso ordine di grandezza (ACID che passa da 2,04 a 2,18 e DEBT_I che permane a -0,01), in questo senso diviene inutile integrare quanto già rilevato precedentemente.

Le variabili indipendenti relative al settore economico risultano invece interessanti poiché divengono significative.

La variabile *dummy* ATECO_D_1, che indica le società appartenenti al settore agricolo, è significativa al 10%, ha segno negativo e valore pari a -1,00 mentre ATECO_D_10, che contraddistingue le società appartenenti all'industria alimentare, è significativa all'1%, ha segno negativo e valore -1,16. I risultati empirici che esplicitano entrambi un impatto negativo sul ROS rispetto al settore delle bevande sembrano aderire all'ipotesi formulata anche considerando la letteratura relativa. In esse si era giunti all'attesa di un impatto negativo sulle performance per ATECO_D_1; il nostro risultato evidenzia un valore di ATECO_D_10 addirittura inferiore. Il settore delle bevande è quindi quello con il migliore impatto sul ROS. Tali conclusioni sono così una conferma per ATECO_D_1 e offrono nuove informazioni circa gli altri due settori.

Sono confermate le deduzioni tratte riguardo alle *dummy* delle forme giuridiche. Il livello di significatività è dell'1% e, come per il ROI, il segno è positivo per la variabile esplicativa delle Società per Azioni e negativo per le Società Cooperative. L'impatto sul ROS non si discosta molto da quanto rilevato per il ROI: FORMA_D_SPA assume valore 0,86 anziché 1,06 mentre FORMA_D_SC è pari a -1,82 (-2,42).

Le variabili *dummy* relative alla concentrazione della proprietà sono nel caso del ROS entrambe significative: all'1% come per il ROI per la variabile esplicativa delle società con il principale azionista che ha quote superiori al 50% del capitale, mentre diviene significativa al 10%, a differenza che per il ROI, la concentrazione azionaria inferiore al 25%. La maggiore concentrazione, CONC_D_100, mantiene segno positivo passando da un valore pari a 1,33 a 1,18 mentre la concentrazione inferiore, CONC_D_25, ha comunque valore positivo e pari a 0,93. Le concentrazioni

estreme hanno quindi sul ROS un impatto positivo rispetto alla concentrazione proprietaria tra il 25 ed il 50% del capitale. Tali risultati sembrano quindi da un lato confermare il prevalere di modelli di proprietà chiusi, dall'altro, anche se con minor significatività statistica e comunque con impatto minore presentare un'influenza positiva correlata ad un minore controllo da parte del principale azionista. Tale polarizzazione meriterebbe un approfondimento a parte. Si potrebbe dedurre, *prima face*, che la scelta di controllo totale ovvero di non controllo sia da preferirsi a quel *range* di proprietà tra il 25 e il 50% che lascia la *governance* societaria a metà del guado. Tale affermazione necessiterebbe comunque, come appena affermato, di ulteriori evidenze sia empiriche che teoriche.

Le *dummy* relative al territorio di appartenenza, entrambe con significatività all'1%, confermano il segno negativo. In particolare le società del sud e delle isole, AREA_D_S, presentano ancora una volta il peggior impatto -1,83 (-2,31 nel ROI), e quelle del centro, AREA_D_C, -1,60 (-1,95) risultano comunque non dissimili. Anche qui si conferma l'impatto positivo giocato dall'essere locate nel nord del paese.

Capitolo 6 CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE

Il sistema agroalimentare è parte integrante del nostro sistema paese, ne definisce l'identità e rappresenta una parte significativa della sua economia con oltre un milione e trecentomila occupati e il 16% del PIL (2007) nella definizione che incorpora l'intero flusso economico dal mondo agricolo alla distribuzione.

Gli studi sulla *corporate governance* non sembrano però cogliere appieno tale evidenza.

La letteratura economica concentra la sua attenzione sulle società quotate confinando l'agroalimentare, per la sua circoscritta presenza nel mercato borsistico, ad un ruolo marginale.

Il presente studio ha superato l'*impasse* scegliendo di utilizzare per l'indagine empirica i valori presentati nei bilanci aziendali anziché quelli espressi dal mercato attraverso la valorizzazione dei corsi azionari.

La limitata affidabilità dei bilanci, di cui il caso Parmalat rappresenta una efficace raffigurazione, oltre ad una inferiore disponibilità delle informazioni, faceva preferire ai ricercatori i dati del mercato ma oggi la situazione è radicalmente mutata.

La crisi economica è stata, *in primis*, una crisi che ha coinvolto le borse azionarie con valori la cui matrice più che nei fondamentali economici risiedeva nel panico degli investitori. Le capitalizzazioni di borsa e di conseguenza tutti gli indici correlati sono diventati, per ora con riferimento al 2008, difficilmente utilizzabili.

Si può quindi pensare che i dati di bilancio troveranno nei prossimi anni un maggiore impiego.

Tra gli obiettivi di questo lavoro, seguendo la linea tracciata da Spaventa (2001) c'era l'approfondimento circa l'esistenza di un assetto proprietario superiore. Con l'esimio autore condividevamo l'idea che una

via che portasse ad una risposta esauriente potesse risiedere nelle *performance* offerte dai difformi assetti proprietari.

In realtà già l'analisi della letteratura economica ci ha messo in guardia, rilevando che le evoluzioni della *corporate governance* erano per lo più figlie di situazioni di crisi.

Lo stesso Spaventa rilevava che “negli anni settanta-ottanta, quando l'economia americana languiva, sopravanzata dalla vigorosa crescita di Giappone e Germania, era di moda teorizzare la superiorità di un modello di *monitoring* assicurato da azionisti di controllo rispetto a quello, anglosassone, di proprietà diffusa (...). La successiva elogia della proprietà diffusa coincide con la fase di intenso sviluppo degli Stati Uniti (e del Regno Unito). Non sorprenderebbe un nuovo ciclo industriale possa provocare un nuovo ciclo di dottrina.”

La scelta del nostro approccio è stata conseguentemente *contingency*, guidata da quanto proposto da Airoidi e Zattoni (2005).

Ci siamo posti quindi neutrali, senza ipotesi precostituite scegliendo di ricercare nell'evidenza empirica informazioni e tendenze.

La teoria neoistituzionale osserva che le scelte dell'impresa non hanno natura meramente endogena ma sono influenzate dalle condizioni del contesto in cui operano: il sistema paese e quello territoriale in cui esse sono attive, il settore economico in cui agiscono a seconda della sua maturità, della sua redditività, del gradiente di competitività e molte altre variabili.

Circoscritto il settore economico, quello agroalimentare e il sistema paese di riferimento, quello italiano, rimanevano ancora molte variabili ambientali che non era possibile neutralizzare completamente.

I fattori ambientali, cioè esterni all'impresa, non sono di solito dinamici quanto piuttosto cristallizzati.

Rossi (2001) con la sua grande esperienza non solo di cultore del diritto societario ma anche di *top manager* evidenzia che “ogni sistema di *corporate governance* deve (...) tenere conto delle condizioni sociali,

economiche, legali e politiche nelle quali andrà a operare. In aggiunta, abitudini e comportamenti passati sono estremamente resistenti a qualunque raccomandazione di buon governo societario, come dimostra la circostanza che, sebbene le discipline previste da paesi anche lontanissimi quali Giappone, Regno Unito, Italia e Russia non siano radicalmente differenti in termini di struttura, i risultati cui conducono sono profondamente diversi”¹⁶.

Questo quadro inibisce lo sbocco naturale di questo tipo di ricerche, che di solito porta a evidenze strumentali a scelte di *policy*.

Se non sembra esistere uno schema, una configurazione di assetto proprietario superiore, è possibile al massimo codificare nel quadro delle buone pratiche aziendali comportamenti eticamente inattaccabili, trasparenti, come peraltro previsto ancor prima che nella normativa negli strumenti di autodisciplina adottati in molti paesi.

Occorre inoltre considerare che gli assetti proprietari non sono molto flessibili e spesso sono originati da situazioni storiche particolari.

Abbiamo osservato ciò nella formazione del sistema cooperativo che ancora oggi, quando per alcune realtà valuta la necessità di trasformarsi in SPA, lo fa attraverso una propria controllata. In alcuni casi, come per esempio in quello dell’azienda *leader* nella produzione di latte e latticini, la Granarolo spa, ciò non è evidentemente sufficiente a mutare nella sostanza l’assetto proprietario ed a beneficiare, ad esempio, della maggiore possibilità di finanziarsi sul mercato. Passi successivi, quali la quotazione sul mercato azionario, rimangono sempre in *stand-by*.

Il modello di analisi empirica, finalizzato a dar conto della relazione tra *performance* e assetto proprietario, è stato elaborato in una duplice espressione: una con variabile dipendente il ROS, l’altra il ROI, entrambe proxy della *performance*.

Le variabili indipendenti utilizzate per spiegare la *performance* erano: la forma giuridica e la concentrazione azionaria, atte a definire diversi possibili archetipi di assetto proprietario, il *leverage* e l’indice di

¹⁶ p.19.

liquidità idonee a definire l'assetto delle fonti di finanziamento e due variabili di controllo, ambientali, l'appartenenza ad una determinata area territoriale, nord – centro – sud e isole, e quella ad uno dei tre macrosettori dell'alimentare, imprese agricole, alimentari e delle bevande.

Si è proceduto ad un'analisi statistica sia descrittiva che inferenziale che osservasse le 199 imprese del campione, tutte italiane, tutte con almeno 50 milioni di euro di fatturato.

L'analisi descrittiva ha evidenziato alcuni elementi interessanti.

A conferma di quanto noto in letteratura, uno sbilanciamento a nord del campione e quindi delle grandi imprese.

La tipologia societaria più diffusa è quella di SPA, 64,8%, mentre le cooperative si fermano al 19,1% e le SRL sono al 16,1%.

Tale ripartizione non sembra troppo coerente con le dimensioni aziendali, in particolare con riferimento alle SRL.

Se consideriamo la concentrazione proprietaria e la loro forma giuridica congiuntamente, è stato possibile rilevare la presenza di archetipi, aziende tipo: le cooperative che all'89,5% presentano una concentrazione inferiore al 25%; le SPA al 65,1% con la massima concentrazione, quella superiore al 50% e quindi non contendibili e le SRL che hanno una tendenza in questo senso ancora più marcata, il 75%.

E' opportuno rilevare che la distribuzione delle imprese e delle loro caratteristiche è un elemento potenzialmente distorsivo di cui occorre tenere conto.

Se focalizziamo l'attenzione sul rapporto tra *performance* e variabili indipendenti è evidente un risultato inferiore, nella media decennale, delle società cooperative rispetto alle altre forme giuridiche (il ROI si ferma all'1,5% mentre il ROS è all'1,5%).

Le SPA presentano un ROI medio al 5,9% e il ROS medio al 4% mentre le SRL hanno risultati lievemente inferiori 5,2% e 3,5%.

Il risultato era atteso ed evidentemente risente delle diverse finalità dell'impresa cooperativa rispetto alle altre forme giuridiche e non meno delle diverse normative legate alla distribuzioni degli utili.

Se osserviamo la relazione tra indici di bilancio e concentrazioni proprietarie i migliori risultati sono laddove le società sono più "chiuse".

Le imprese con la maggiore concentrazione proprietaria, quella superiore al 50%, presentano un ROI pari al 6,4%, le altre due concentrazioni individuate (minore del 25%, tra il 25 e il 50%) presentano invece un ROI pari al 5%. Il ROS similmente vede la *leadership* delle imprese con la maggiore concentrazione, con il 4,3%, 2,8% e 1,9% rispettivamente per le concentrazioni inferiori.

La maggiore presenza di SPA tra le imprese oggetto dell'indagine sembra segnalare una scelta coerente delle imprese rispetto alla forma giuridica e alla concentrazione di cui è opportuno dotarsi.

E' opportuno altresì osservare che i valori del ROI e del ROS sono difficilmente comparabili con quelli degli altri settori economici.

L'anticiclicità del settore alimentare, che gli permette di subire meno le conseguenze delle crisi economiche, finisce altresì per limitare gli spunti sopra la media.

Le *performance* ottenute dal nostro campione risultano superiori nel periodo comparabile, quello 2001/04, a quelli resi disponibili dall'Osservatorio economico-finanziario dell'industria agroalimentare europea. Considerando che il campione dell'Osservatorio non era come il nostro limitato alle grandi imprese, possiamo supporre che tale differenza abbia un ruolo in tal senso.

Lo studio ha permesso di rilevare come sembri esservi una interessante correlazione tra il ROI medio delle imprese SRL e cooperative e il PIL italiano.

L'andamento delle due variabili è praticamente identico nel quadriennio 2004/2007, mentre prima si notano anticipi/posticipi dei *trend*.

Questi risultati possono, intendono essere stimoli, provocazioni per approfondimenti in tale direzione.

Il settore agricolo manifesta di essere tuttora ancorato in termini di redditività al beneficio fondiario di serperiana memoria. La *performance* delle imprese del settore primario si attesta infatti nel decennio al 2,1% (ROI) e all'1,6% (ROS). Lo scarto rispetto agli altri due settori è ampio e superiore sempre al 3%.

Se l'attenzione si sposta alla dimensione territoriale si evidenzia una conferma di quanto presente nel tessuto socio-economico del paese con il Nord in vantaggio rispettivamente sul centro e sul mezzogiorno del paese.

L'indebitamento, il *Leverage*, nel corso del decennio è in calo e si presenta differenziato per tipologia di forma giuridica, con le società cooperative significativamente più indebitate di SPA ed SRL.

Le cooperative scontano quindi una più difficoltosa possibilità di finanziarsi con aumenti di capitale, dovendo quindi ricorrere all'indebitamento.

Tale situazione non pare presentare situazioni di particolare rischio infatti i valori dell'indice di liquidità sono nella norma per tutte le tipologie d'impresa.

Le evidenze che possiamo trarre da un confronto decennale tra *leverage* e gradiente di concentrazione proprietaria riguardano un maggiore ricorso al debito delle società meno concentrate, in cui potrebbe essere meno percepito il rischio di *default* aziendale.

L'indebitamento per Macroarea territoriale indica un quoziente significativamente basso, pari a 4,8, per il sud e le isole suggerendo una possibile difficoltà del sistema creditizio ad erogare fondi alle imprese.

L'analisi inferenziale ci ha permesso di ottenere ulteriori informazioni.

Le variabili finanziarie non presentano significative differenze a seconda che la variabile indipendente assunta sia il ROS o il ROI.

La variabile relativa all'indice di indebitamento (DEBT_I) è negativa mentre viceversa la variabile relativa alla liquidità (ACID) ha segno positivo. Il dato sulla liquidità evidenzia che le performance aziendali sono correlate positivamente con la capacità dell'azienda di finanziarsi a medio-lungo termine, rimanendo meno vincolata al sistema creditizio e quindi più solida e flessibile.

Le *dummy* relative all'appartenenza dell'impresa alle aree centrali e meridionali del paese hanno segno negativo per entrambe le applicazioni del modello. Questo risultato conferma quanto evidenziato anche nell'analisi descrittiva.

Le variabili indipendenti relative al settore economico, significative solo per il modello con il ROS, mostrano un impatto negativo del settore agricolo e dell'industria alimentare sul ROS rispetto a quello delle bevande.

Mentre era scontato il dato per il settore agricolo, così non era per gli altri due settori e ciò porta informazioni originali.

Le *dummy* relative alla forma giuridica confermano le nostre ipotesi. Ciò sia per il ROS che per il ROI. La forma giuridica SPA ha segno positivo e pari a 1,06 mentre la forma in società cooperative ha segno negativo pari a 2,42.

La concentrazione proprietaria, infine, vede un impatto positivo prevalente per il gradiente più elevato che prevede la titolarità per il primo azionista di oltre il 50% delle quote, ciò sia nel modello con il ROS che quello con il ROI. E' interessante rilevare che, nel caso del ROS, il risultato presenti una polarizzazione, infatti, la concentrazione proprietaria inferiore (0-25%) ha un ROS superiore alla concentrazione mediana (25-50%).

In definitiva, semplificando, le migliori *performance* sono quelle relative alle SPA con la proprietà molto concentrata mentre i risultati peggiori sono quelli delle Cooperative con, ovviamente, basse concentrazioni.

La storia, il territorio, i vincoli al reperimento di capitali di rischio, in una parola le variabili ambientali influiscono sulle scelte di assetto delle

imprese. Risulta quindi molto astratta, da laboratorio, l'equazione SPA concentrata = migliori *performance*. Oltre a ciò i cambiamenti nell'assetto proprietario, nella forma giuridica e nella concentrazione proprietaria, sono onerosi e richiedono tempi e procedure complesse.

I risultati dello studio inoltre non sembrano spiegare i grandi fallimenti – Ferruzzi, Cirio e Parmalat – che sono all'origine di questo lavoro. Queste imprese avevano la forma giuridica di società per azioni e presentavano significative concentrazioni proprietarie; si dovrebbe però aprire un discorso non già sulle dinamiche economiche quanto sui comportamenti e le responsabilità individuali.

In conclusione possiamo auspicare elementi di novità con Airoidi (2009): “Si usa dire che gli assetti proprietari delle imprese difficilmente si modificano poiché sono assetti di potere che, per loro natura, tendono a perpetuarsi. Nella situazione di crisi economica che stiamo attraversando, gli assetti di proprietà di molte imprese sono sottoposti a pressioni. Sarà interessante osservare le resistenze, le forme e gli esiti delle trasformazioni e i loro effetti, positivi o negativi, sulla ripresa economica.”¹⁷

¹⁷ p.4.

BIBLIOGRAFIA

- Adams M., e Buckle M., (2003) “The determinants of operational performance in the Bermuda insurance market”, *Applied Financial Economics*, vol. 13, pp. 133-143;
- Airoldi G. (2006), Prefazione in Zattoni A. “Assetti proprietari e corporate governance”, Milano, Egea;
- Airoldi G. (2009), “Gli assetti proprietari, non granitici ma camaleontici” in “via Sarfatti 25”, numero 5 – anno IV – maggio, Milano, Egea;
- Airoldi G., Brunetti G., Coda V., (2005), “Corso di economia aziendale”, Il Mulino, Bologna
- Airoldi G., Zattoni A. (2005) “Strategia, proprietà e governance: un modello e un progetto di ricerca”, in Airoldi G., Ferrari A., Livatino M., (a cura di) “Gli assetti istituzionali delle imprese: un’impostazione contingency”, Milano, Egea;
- Auricchio G., “Bilancio dell’Industria Alimentare 2008, previsioni e sfide per il 2009” Centri studi Confindustria e Federalimentare, www.federalimentare.it;
- Bagnara G., Di Clemente C., “L’agroindustria perde quote” in *Il Sole 24 Ore* – Centro Nord del 27 Maggio 2005;
- Bain J.S., (1959), “Industrial Organization”, Jhon Wiley and Sons, New York;

- Barca F., Bianco M., Cannari L., Cesari I., Gola C., Manitta G., Salvo G., Signorini L.F., (1994), “Assetti proprietari e mercato delle imprese. Vol I. Proprietà, modelli di controllo e riallocazione delle imprese industriali italiane”, Il Mulino, Bologna;
- Becht M., Roell A., (1999), “Blockholdings in Europe: An international Comparison”, *European Economic Review*, 43;
- Berle A., Means G., (1932), “The Modern Corporation and Private Property”, MacMillan, New York;
- Bertazzoli A.; Ghelfi R.; Fiorini A. (2004), “Competitività e dinamica del valore nel settore agroalimentare”, in “Il sistema agro-alimentare dell’Emilia-Romagna. Rapporto 2003”, pp. 250 – 254, Franco Angeli, Milano;
- Bianchi L.A., Ghezzi F., Marchetti P., Notari M., (2006), “da Commentario alla riforma delle società”, Egea spa, Milano;
- Calcagnini G., Iacobucci D., (2002), “Assetti proprietari e vincoli finanziari all’investimento: un’analisi sui dati di bilancio delle imprese manifatturiere italiane” in Bagella M., (a cura di), “Finanza, Credito e Crescita”, Il Mulino, Bologna;
- Carlton D.W., Perloff J.M., (1994) “Modern Industrial Organization”, McGraw-Hill;
- Demesetz H., Lehn K. (1985), “The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences”, *Journal of Political Economy*, 93 (6);

De Paolis M., (1956) voce “Società per Azioni” in, Magri A.M., (a cura di),
“Enciclopedia Pratica di Direzione Aziendale”, Casa Editrice Dr
Francesco Vallardi, Milano;

Di Pace M., (2007), “La scelta del modello societario: criteri e
considerazioni” in PMI, n.3;

DP Analisi Finanziaria, (2008), “Atlante Società Industriali 2008”, Class
Editore, Milano;

DP Analisi Finanziaria, (2007), “Atlante Società Industriali 2007”, Class
Editore, Milano;

DP Analisi Finanziaria, (2006), “Atlante Società Industriali 2006”, Class
Editore, Milano;

Edwards J., Nibler M. (2000), “Corporate Governance in Germany: the role
of banks and ownership concentration”, Economic Policy, 15 (31);

Eells R., (1962). “The Government of Corporations”, Macmillan. New
York;

Florackis C., (2005), “Internal corporate governance mechanism and
corporate performance: evidence for UK firms”, Applied
Economic Letters, vol.1, pp. 211-216;

Freeman E., (1984), “Strategic planning. A stakeholder approach”, Pitman,
Boston;

Friedman M., (1962), “Capitalism and freedom”, Chicago University Press,
Chicago;

- Goldthorpe J. H., (2006), "Sulla sociologia", Il Mulino, Bologna;
- Grant R.M., (1991), "Contemporary strategy Analysis. Concepts, Techniques, Applications", Blackwell, Oxford;
- Hansmann H., (1988), "The ownership of the firm", Journal of Law, Economics and Organization, 4, pp.267-304;
- Harris M., Raviv A., (1990), "Capital structure and the informational role of debt" Journal of Finance, vol. 45, pp.297-356;
- Harris M., Raviv A., (1991), "The theory of capital structure" Journal of Finance, vol. 46, pp.321-349;
- Henke R., (1999), "Quale mercato per i prodotti agroalimentari made in Italy" in atti dell'incontro "Il commercio elettronico: opportunità per le aree rurali?", www.inea.it/reteleader/pubblica/atti/atti.htm, Portoferraio (Livorno);
- INEA, (2008), "L'agricoltura italiana conta 2008", INEA, Roma;
- La Porta R., Lopez de Sinales F., Schleifer A., (1999) "Corporate Ownership Around the World", Journal of Finance, 54 (2);
- Masini C., (1979), "Lavoro e Risparmio – Economia d'Azienda", UTET, Torino;
- Mason E.S., (1939), "Price and Production Policies of Large-Scale Enterprise", The American Economic Review, vol.29, n.1, American Economic Association, pp. 61-74;

Matacena A., (1993), “La responsabilità sociale : da vincolo ad obiettivo. Verso una ridefinizione del finalismo d’impresa”, in AA.VV. “Istituzioni di economia d’azienda. Scritti in onore di Carlo Masini”, Tomo I, EGEA, Milano;

McGuinness P.B., Ferguson M.J., (2005), “The ownership structure of listed Chinese State-owned enterprises and its relation to corporate performance”, *Applied Financial Economics*, vol. 15, pp. 231-236;

Modigliani F., Miller M.H., (1958), “The cost of capital, corporate finance and the theory of investment”, *American Economic Review*, vol. 48, pp. 261-297;

Mori P. A., (2008), “Economia della cooperazione e del non-profit: istituzioni, organizzazione e mercato”, Carrocci editore, Roma;

Mudambi R., Nicosia C., (1998), “Ownership sytructure and firm performance: evidence from the Uk financial services industry”, *Applied Financial Economics*; vol. 8, pp. 175-180;

Mueller D.C., (2006), “Corporate Governance and Economic Performance”, *Internation Review of Applied Economics*, vol. 20, pp. 623-643;

Prestamburgo S., (1997), “La strategia delle acquisizioni aziendali: il gruppo Danone in Italia”, in AA.VV., “Le dinamiche dell’Agroindustria” Forum, Udine;

Rosa F., (1997), “Inefficienza di mercato nel sistema agroalimentare (SAA) dell’Unione Europea e formulazione di politiche agralimentari”, in AA.VV., “Le dinamiche dell’Agroindustria” Forum, Udine;

- Rossi G., (2001), “Le c.d. regole di “corporate governance” sono in grado di incidere sul comportamento degli amministratori?”, in Riv.Soc;
- Rugiadini A., (1979) “Organizzazione d’impresa”, Giuffrè;
- Schleifer A., Vishny R.,(1997) “A survey of corporate governance”, Journal of Finance, n.52, pp. 737-783;
- Seiler J.L., “Systems Analysis in Organizational Behavior”, Irwin-Dorsey, 1967;
- Shiu Yung-Ming, (2008), “Economic factor, firm characteristics and performance: a panel data analysis for United Kingdom life offices”, Applied Economics Letters, 1-5;
- Singh M., Faircloth S., (2005), “The impact of corporate debt on long term investment and firm performance”, Applied Economics, vol. 37, pp. 875-883;
- Stigler G.J., (1968), “The Organization of Industry”, Homewood , Illinois, Richard D. Irwin;
- Stultz R., (1990), “Managerial Discretion and Optimal Financing Policies”, Journal of Financial Economics, vol. 26, pp. 3-27;
- Spaventa L., (2001), “Governo societario e assetti proprietari. Nota su un teorema non dimostrato”, documento CONSOB n.39, disponibile su www.CONSOB.it;

Venturini L., (1994), "Vertical competition, endogenous sunk costs and market structure in food industries", in "Marketing and Food", Contributed Paper Series, n. 2, September AAIR Programme;

Weir C., (1997), "Corporate governance, performance and take-overs: an empirical analysis of UK mergers", Applied Economics, vol. 29, pp 1465-1475;

Zanoli A., (2008). "Le industrie alimentari in Emilia-Romagna: alcuni indicatori di bilancio" in Fanfani R., Pieri R., (a cura di), "Il sistema agro-alimentare dell'Emilia-Romagna. Rapporto 2007", pp. 204-212, Maggioli Editore, Rimini;

Zattoni A. (2004), "Il governo economico delle imprese", Milano, Egea;

Zattoni A. (2006), "Assetti proprietari e corporate governance", Milano, Egea.

aida.bvdep.com

www.borsaitaliana.it

www.federalimentare.it

www.inea.it

www.ISTAT.it