

## SHAREHOLDERS' OWNERSHIP CHARACTERISTICS OF ITALIAN LISTED COMPANIES: DO THEY REALLY MATTER FOR FIRM'S PERFORMANCE?

**Stefano Caselli**  
**Stefano Gatti**



Università  
Bocconi

BAFFI CAREFIN  
Centre for Applied Research  
on International Markets, Banking,  
Finance and Regulation

29 Marzo 2021

# Agenda

## 1 INTRODUZIONE

I molti perché di questa ricerca  
Gli obiettivi della ricerca e i risultati

## 2 II CAMPIONE

La composizione dell'azionariato nelle società  
quotate italiane

## 3 ANALISI EMPIRICA

La composizione dell'azionariato è correlata alla  
performance?

Gli investitori «chiave» hanno un impatto sulla  
performance?

## 4 CONCLUSIONI E RACCOMANDAZIONI

Spunti di riflessione

Raccomandazioni a sostegno dell'economia



Università  
Bocconi

BAFFI CAREFIN  
Centre for Applied Research  
on International Markets, Banking,  
Finance and Regulation

# 1

## INTRODUZIONE GLI OBIETTIVI DELLA RICERCA E I RISULTATI



**Università  
Bocconi**

**BAFFI CAREFIN**  
Centre for Applied Research  
on International Markets, Banking,  
Finance and Regulation

# Introduzione

## I molti perché di questa ricerca

- Sfide senza precedenti poste al tessuto produttivo e imprenditoriale italiano a seguito della pandemia di Covid 19
- Rinnovata rilevanza dei temi relativi agli assetti di governance delle imprese. Una buona governance è essenziale per la creazione di valore per gli stakeholders nel lungo termine
  - **SHRD II**: maggior engagement degli azionisti e degli investitori istituzionali nel determinare scelte aziendali improntate alla sostenibilità del business nel lungo termine
  - **SFDR**: integrazione progressiva di temi di sostenibilità e ESG nella definizione delle scelte aziendali

Buona parte della letteratura accademica ha sempre dimostrato la superiorità di modelli di azionariato «passivo» (*voting with feet*) tipici della public company anglosassone. **L'emersione di un ruolo più attivo degli azionisti, tipico dei modelli continentali, modifica radicalmente queste evidenze**



Università  
Bocconi

BAFFI CAREFIN  
Centre for Applied Research  
on International Markets, Banking,  
Finance and Regulation

# Introduzione

## Gli obiettivi della ricerca e i risultati

- La ricerca ha l'obiettivo di indagare se **le caratteristiche dell'azionariato nelle società quotate italiane siano associate alle performance aziendali.**
- Il contesto italiano presenta alcune caratteristiche peculiari:
  - Molte delle aziende italiane di maggior successo sono a conduzione **familiare**;
  - Per alcuni dei maggiori "campioni nazionali" lo **Stato** è un azionista rilevante;
  - Le società quotate hanno promosso un'importante evoluzione dell'autodisciplina verso le buone pratiche di **corporate governance** (Codice di Autodisciplina delle Società Quotate)

In linea con studi precedenti, questa ricerca ha verificato che **la presenza di un imprenditore o di una famiglia proprietaria è associata positivamente ai risultati aziendali**



Università  
Bocconi

BAFFI CAREFIN  
Centre for Applied Research  
on International Markets, Banking,  
Finance and Regulation

# 2

## IL CAMPIONE

### LA COMPOSIZIONE DELL'AZIONARIATO NELLE SOCIETÀ QUOTATE ITALIANE



**Università  
Bocconi**

**BAFFI CAREFIN**  
Centre for Applied Research  
on International Markets, Banking,  
Finance and Regulation

# Il campione

## La composizione dell'azionariato nelle società quotate italiane

I dati sull'azionariato sono stati estratti dagli archivi **CONSOB**, che riporta il nome degli azionisti che **detengono più del 2%** delle azioni.

I dati economico-finanziari sono stati estratti da **Refinitiv**.

- Estensione temporale: **2007-2019**
- Totale società prese in considerazione: **295** (di cui 25 quotate per tutto il periodo)
- Totale osservazioni: **1.957**

In generale, il campione analizzato mostra schemi già ricorrenti in società italiane:

- Alta **concentrazione** della proprietà (il 56% delle aziende ha un azionista di controllo);
- La presenza di **famiglie e persone fisiche** è preponderante (detengono in media 12% e 24% dei diritti di voto, rispettivamente);
- **Scarsa presenza di investitori internazionali** (gli investitori internazionali hanno una media di circa 10% dei diritti di voto).



Università  
Bocconi

BAFFI CAREFIN  
Centre for Applied Research  
on International Markets, Banking,  
Finance and Regulation

# Il campione

La composizione dell'azionariato nelle società quotate italiane

**Azionisti  
classificati  
in 7 tipologie**

Tipologia di Azionista	Numero Osservazioni	Percentuale
<b>1) Istituzione Finanziaria</b>	<b>4.177</b>	<b>41,17%</b>
<i>Advisory</i>	22	0,53%
<i>Asset Management</i>	884	21,16%
<i>Assicurazione</i>	606	14,51%
<i>Banca</i>	1,055	25,26%
<i>Fondo</i>	1,028	24,61%
<i>Hedge Fund</i>	258	6,18%
<i>Private Equity Investor</i>	216	5,17%
<i>Investment Firm</i>	97	2,32%
<i>Altro</i>	11	0,26%
<b>2) Family Office</b>	<b>915</b>	<b>9,02%</b>
<b>3) Associazione / Fondazione</b>	<b>410</b>	<b>4,04%</b>
<b>4) Gruppo Industriale</b>	<b>652</b>	<b>6,43%</b>
<b>5) Persona Fisica</b>	<b>3.263</b>	<b>32,16%</b>
<b>6) Stato</b>	<b>534</b>	<b>5,26%</b>
<b>7) Trust</b>	<b>195</b>	<b>1,92%</b>
<b>TOTALE</b>	<b>10.146</b>	<b>100,00%</b>



Università  
Bocconi

BAFFI CAREFIN  
Centre for Applied Research  
on International Markets, Banking,  
Finance and Regulation



# Il campione

La composizione dell'azionariato nelle società quotate italiane

## DIVISIONE SETTORIALE DEL CAMPIONE DI SOCIETA' ITALIANE ANALIZZATE

Settore	Num. Osservazioni	Percentuale
Banche	162	8,47%
Industriale	1.388	70,47%
Assicurazione	55	2,86%
Altre Istituz. Finanziarie	133	6,89%
Trasporti	21	1,28%
Utilities	198	10,12%
<b>TOTAL</b>	<b>1.957</b>	<b>100,00%</b>



Università  
Bocconi

BAFFI CAREFIN  
Centre for Applied Research  
on International Markets, Banking,  
Finance and Regulation

# Il campione

La composizione dell'azionariato nelle società quotate italiane

## DIVISIONE SETTORIALE DEL CAMPIONE

Settore	Istituzione Finanziaria	Family Office	Associazione/ Fondazione	Gruppo Industriale	Persona Fisica	Stato	Trust
Banche	20,91%	5,07%	4,84%	0,28%	9,19%	2,50%	0,90%
Industriale	7,40%	13,71%	1,67%	7,30%	29,61%	2,17%	2,36%
Assicurazione	11,93%	4,03%	11,2	1,26%	13,62%	5,88%	0,53%
Altre Istituz. Finanziarie	15,29%	9,22%	4,34%	7,87%	17,47%	0,99%	1,68%
Trasporti	3,41%	8,62%	0,00%	25,97%	4,89%	30,16%	0,00%
Utility	2,82%	8,63%	0,29%	11,62%	8,24%	22,25%	1,53%



Università  
Bocconi

BAFFI CAREFIN  
Centre for Applied Research  
on International Markets, Banking,  
Finance and Regulation

# 3

## ANALISI EMPIRICA

LA **COMPOSIZIONE** DELL'AZIONARIATO È CORRELATA ALLA PERFORMANCE?  
GLI **INVESTITORI CHIAVE** HANNO UN IMPATTO SULLA PERFORMANCE?



Università  
Bocconi

BAFFI CAREFIN  
Centre for Applied Research  
on International Markets, Banking,  
Finance and Regulation

# Analisi empirica

1

## RESEARCH QUESTION #1:

La diversa composizione dell'azionariato delle società quotate italiane è associata ad una differente performance aziendale?

2

## RESEARCH QUESTION #2:

La presenza di un investitore chiave, «*fulcrum investor*», all'interno dell'azionariato delle società quotate italiane è associata ad una differente performance aziendale?



Università  
Bocconi

BAFFI CAREFIN  
Centre for Applied Research  
on International Markets, Banking,  
Finance and Regulation

# Analisi empirica

## DEFINIZIONE DELLE VARIABILI:

- La **performance** è misurata sulla base di cinque indicatori:

- Prezzo;
- Beta;

Performance di  
mercato

- Return on Equity;
- Return on Net Assets;
- Variazione annuale del numero di dipendenti.

Profittabilità e  
crescita

- Un investitore viene definito **fulcrum investor** se **possiede più del 20% di diritti di voto**. La variabile *fulcrum investor* è una variabile binaria che assume valore 1 se una data categoria di azionista detiene più del 20%. E' stata definita una variabile di *fulcrum investor* per ciascuna delle sette categorie di azionisti.



Università  
Bocconi

BAFFI CAREFIN  
Centre for Applied Research  
on International Markets, Banking,  
Finance and Regulation

# Analisi empirica

## LE VARIABILI

Nome Variabile	Osservazioni	Min	Mediana	Media	Max
Beta	1.957	0,10	0,87	0,90	2,30
Revenues	1.957	1.579,00	416.589,00	2.570.874,47	73.134.000,00
Price	1.957	0,04	3,27	7,48	144,44
ROE	1.957	-0,69	0,06	0,04	0,41
RONA	1.957	-0,41	0,08	0,08	0,40
Employees Variation	1.957	-0,20	0,10	0,02	0,38
Ownership Conc.	1.957	2,00	61,59	57,00	89,83
Control	1.957	0,00	1,00	0,56	1,00
% vot Fin.	1.957	0,00	3,09	8,67	89,00
% vot Fam. Off	1.957	0,00	4,99	11,84	84,00
% vot Found. Ass.n	1.957	0,00	0,00	2,22	73,76
% vot Ind. Group	1.957	0,00	0,00	7,22	89,83
% vot Priv. Citiz	1.957	0,00	5,98	24,21	88,25
% vot Gov.t	1.957	0,00	0,00	4,55	88,15
% vot Trust	1.957	0,00	0,00	2,03	75,02
Fulcrum Fin.	1.957	0,00	0,11	0,00	1,00
Fulcrum Fam. Off	1.957	0,00	0,21	0,00	1,00
Fulcrum Found. Ass.n	1.957	0,00	0,04	0,00	1,00
Fulcrum Ind. Group	1.957	0,00	0,12	0,00	1,00
Fulcrum Priv. Citiz	1.957	0,00	0,38	0,00	1,00
Fulcrum Gov.t	1.957	0,00	0,09	0,00	1,00
Fulcrum Trust	1.957	0,00	0,03	0,00	1,00
% vot Int.I Shar.	1.957	0,00	2,22	9,60	88,99
Fulcrum Int.I Shar	1.957	0,00	0,13	0,00	1,00



Università  
Bocconi

BAFFI CAREFIN  
Centre for Applied Research  
on International Markets, Banking,  
Finance and Regulation

# Analisi empirica

## RESEARCH QUESTION #1

	(I)	(II)	(III)	(IV)	(V)
	Beta	Price (Ln)	ROE	RONA	Empl. Var
Rev (ln) <sup>1;2</sup>	-0,0253*	0,3498***	0,0134**	0,0196***	0,0104**
Ownership Conc.	0,0003	-0,0203***	-0,0004	-0,0012**	-0,0009
Control	-0,0882***	0,2681***	-0,0031	0,0056	-0,0186
% vot Financial Inst.	-0,002	-0,001	0,0006	0,0011*	-0,0003
% vot Fam. Off	-0,0022	0,0072**	0,0003	0,0007	0,0009
% vot Association	0,0034	-0,0094	-0,0017	0,0006	-0,0009
% vot Ind. Group	-0,0001	0,0082**	0,0002	0,0005	0,0012*
% vot Priv. Citiz	-0,0015	0,0099***	0,0013*	0,0012**	0,0011*
% vot Gov.t	-0,0035	-0,0059	-0,0003	-0,0002	-0,0008
% vot Trust	0,0002	-0,0046	-0,0009	-0,0005	-0,0009
% vot Int.l Shareholder	0,0003	0,004**	0,0004	0,0003	0,0006

Legenda: \*  $p < 0,1$ ; \*\*  $p < 0,05$ ; \*\*\*  $p < 0,01$



Università  
Bocconi

BAFFI CAREFIN  
Centre for Applied Research  
on International Markets, Banking,  
Finance and Regulation

<sup>1</sup> La tabella non riporta il valore della costante

<sup>2</sup> Nella ricerca sono stati utilizzati i fixed-effect sia a livello di anno sia a livello di firm

# Analisi empirica

## RESEARCH QUESTION #2

	(I)	(II)	(III)	(IV)	(V)
	Beta	Price (Ln)	ROE	RONA	Empl. Var
Rev (ln) <sup>1;2</sup>	-0.0237*	0,3599***	0,0152**	0,0204***	0,0123**
Ownership Conc.	-0.0019*	-0,0164***	-0,0003	-0,0006*	-0,0006*
Control	-0.0726**	0,3124***	0,0074	0,0066	-0,0120
Fulcrum Financial Inst.	-0.0460	-0,0446	0,0133	0,016	-0,0219
Fulcrum Fam. Off	-0.0263	0,2245**	0,0106	0,0015	0,0339**
Fulcrum Association	0,0014	-0,3082	-0,0732	-0,0239	-0,0442
Fulcrum Ind. Group	0,1127**	0,243**	0,0206	0,0156	0,0450**
Fulcrum Priv. Citiz	0,0492	0,3385***	0,0753***	0,0373***	0,0454***
Fulcrum Gov.t	0,0384	-0,3502*	0,0325	-0,0212	-0,0409
Fulcrum Trust	0,1168	-0,3187*	-0,0275	-0,0359	-0,0737***
Fulcrum Int.l Shareholder	0,0730**	-0,0062	0,0201	0,0042	0,0178

Legenda: \*  $p < 0,1$ ; \*\*  $p < 0,05$ ; \*\*\*  $p < 0,01$



Università  
Bocconi

BAFFI CAREFIN  
Centre for Applied Research  
on International Markets, Banking,  
Finance and Regulation

<sup>1</sup> La tabella non riporta il valore della costante

<sup>2</sup> Nella ricerca sono stati utilizzati i fixed-effect sia a livello di anno sia a livello di firm



# 4

## CONCLUSIONI E RACCOMANDAZIONI

SPUNTI DI RIFLESSIONE  
RACCOMANDAZIONI A SOSTEGNO DELL'ECONOMIA



Università  
Bocconi

BAFFI CAREFIN  
Centre for Applied Research  
on International Markets, Banking,  
Finance and Regulation

# Conclusioni e raccomandazioni

## SPUNTI DI RIFLESSIONE

### I PROSSIMI MESI SONO CRUCIALI PER IL FUTURO DELL'ITALIA

Le scelte di politica economica potranno assicurare una **crescita robusta**, accompagnata da impatti di natura sociale (occupazione, riduzione dei divari sociali, riduzione della povertà).

Tre sono le variabili fondamentali per procedere:

- La **crescita del PIL**
- Il governo del **debito** pubblico
- La stabilità del **settore bancario**



Università  
Bocconi

BAFFI CAREFIN  
Centre for Applied Research  
on International Markets, Banking,  
Finance and Regulation

# Conclusioni e raccomandazioni

## SPUNTI DI RIFLESSIONE

### CRESCITA, DEBITO E STABILITA' BANCARIA: UN TRIANGOLO DA REGOLARE

- Utilizzare le risorse finanziarie riferite al **risparmio privato** in eccesso;
- Attuare schemi di **Public-Private-Partneship** (PPP), che possono moltiplicare l'effetto delle sole risorse pubbliche;
- Adattare la **leva fiscale** per spingere le imprese verso comportamenti virtuosi;
- Accompagnare le politiche che implicano maggiori volumi di debito con chiare definizioni di «**impatto**»;
- Utilizzare il **sistema bancario** come moltiplicatore dell'intervento a favore dell'economia, affiancandosi a schemi di PPP.

**IL RUOLO DEI MERCATI E' FONDAMENTALE PER CREARE  
L'ECOSISTEMA ADEGUATO PER LA CRESCITA E PER ALLARGARE IL  
NUMERO DELLE IMPRESE CHE POSSONO BENEFICIARE DEL  
MERCATO**

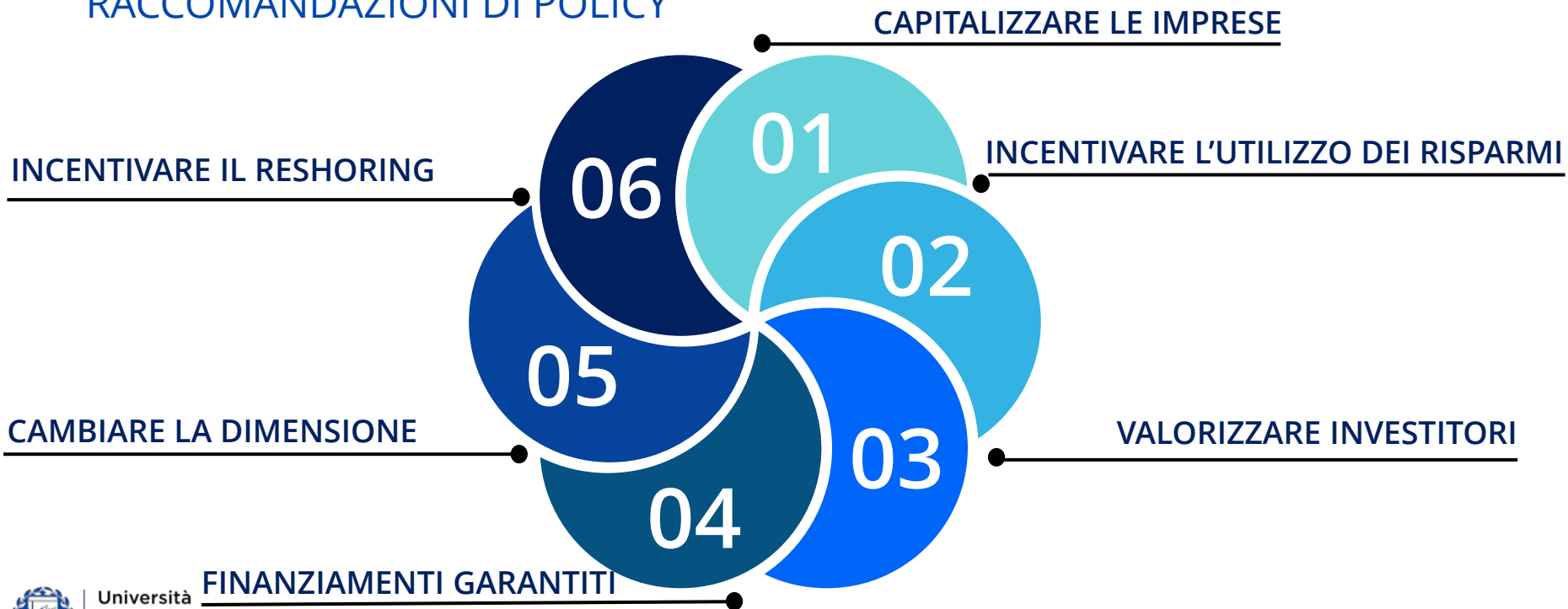


Università  
Bocconi

BAFFI CAREFIN  
Centre for Applied Research  
on International Markets, Banking,  
Finance and Regulation

# Conclusioni e raccomandazioni

## RACCOMANDAZIONI DI POLICY



Università  
Bocconi

BAFFI CAREFIN  
Centre for Applied Research  
on International Markets, Banking,  
Finance and Regulation

# Conclusioni e raccomandazioni

## RACCOMANDAZIONI DI POLICY

01

### CAPITALIZZARE LE IMPRESE

- Maggiore capitale di rischio permette di disporre di **liquidità per la sopravvivenza immediata**, per la solidità per un progetto di rilancio e crescita.
- La base per procedere è quella della **leva fiscale** (affrontata nel Decreto Rilancio), che:
  - Livella la differenza tra capitale di debito e capitale di rischio e incentiva comportamenti virtuosi
  - Deve agire in due direzioni: quella dell'azienda e quella dell'azionista

02

### INCENTIVARE L'UTILIZZO DEI RISPARMI

- Incentivare gli azionisti ad investire una parte del loro risparmio nella propria impresa, utilizzando:
  - **Riduzione della tassazione sui dividendi**, per chi detiene il capitale per un periodo di tempo medio-lungo;
  - **Riduzione dell'aliquota IRES o IRPEF** a fronte di aumento di capitale, oltre la soglia già esistente dei 50 milioni di euro di fatturato.



Università  
Bocconi

BAFFI CAREFIN  
Centre for Applied Research  
on International Markets, Banking,  
Finance and Regulation

# Conclusioni e raccomandazioni

## RACCOMANDAZIONI DI POLICY

03

### VALORIZZARE ED ATTRARRE GLI INVESTITORI

È necessario investire a partire dalle medie aziende e con maggior potenziale di sviluppo, facilitando l'intervento degli investitori. Anche, l'intervento dello Stato deve essere valorizzato, grazie all'affiancamento ai capitali privati, evitando il rischio di una statalizzazione dell'intervento nel capitale di rischio.

Alcune azioni cruciali:

- Valorizzare gli investitori in capitale di rischio (ELITIF, PE Fund, VC) sia con incentivi sul capital gain strutturali sul capital gain e sulla fiscalità d'impresa
- Definire forme di governance «intermedia» fra public e private per allargare la platea di aziende rivolte al mercato
- Porre le condizioni dell'intervento statale (durata, partnership, rendimento anche se minimo)

04

### FINANZIAMENTI GARANTITI NEL SISTEMA BANCARIO

Il ricorso al sistema bancario è utile nell'immediato ma ha un impatto negativo nell'orizzonte di breve termine, perché rende le aziende più indebitate, facendo aumentare il rischio e facendo diminuire la probabilità di ottenere credito in futuro.

- Il mantenimento della garanzia statale dovrebbe essere ancorato all'aumento della capitalizzazione dell'azienda secondo una logica di matching fund



Università  
Bocconi

BAFFI CAREFIN  
Centre for Applied Research  
on International Markets, Banking,  
Finance and Regulation

# Conclusioni e raccomandazioni

## RACCOMANDAZIONI DI POLICY

### 05

#### CAMBIARE LA DIMENSIONE DELLE AZIENDE

- Vantaggi realizzati quando un'impresa acquisisce una dimensione internazionale:
  - Effettuare investimenti in innovazione, sviluppo e ricerca;
  - Attrarre i migliori talenti;
  - Diventare centro di gravità di indotti e filiere;
  - Grandi imprese come strumento di diplomazia economica.
- Accanto al tessuto ineguagliabile di PMI, bisogna trovare spazio per grandi aziende per non perdere terreno su temi come innovazione, attrazione dei talenti e peso politico.
- L'incentivo fiscale come sostegno alle operazioni di M&A è essenziale per il consolidamento (deducibilità dei disavanzi da fusione e riduzione della tassazione complessiva IRES).

### 06

#### INCENTIVARE IL RESHORING

- Implementare una strategia di reshoring congiunta, ispirandosi alle regole già in essere per il «rientro dei cervelli», per assumere un ruolo come quello dell'Olanda o del Regno Unito.
- Attrarre imprese straniere significa creare indotto, posti di lavoro e un ambiente fertile per le grandi imprese
  - Distretti come Milano devono giocare un ruolo chiave



Università  
Bocconi

BAFFI CAREFIN  
Centre for Applied Research  
on International Markets, Banking,  
Finance and Regulation

# Conclusioni e raccomandazioni

## RACCOMANDAZIONI DI POLICY

### COME GESTIRE IL POST-COVID?

- Quali sono le strutture di governance più adatte per stimolare lo sviluppo e la crescita?
- Quali azioni sono necessarie per creare un ecosistema interessante per gli investitori?
- Come arginare l'onda anomala che ci ha travolti e cavalcarla con gli strumenti economico-finanziari a nostra disposizione?

### Raccomandazioni riassuntive:

- Utilizzare in maniera efficace ed efficiente le risorse nazionali e del Recovery Fund
- Moltiplicare l'impatto del Recovery Fund tramite le risorse private e le risorse dei mercati finanziari
- Coinvolgere banche, mercati e investitori
- Fissare alcune "regole del gioco" che permettano di gestire il triangolo **crescita, debito** e **stabilità** del sistema bancario



Università  
Bocconi

BAFFI CAREFIN  
Centre for Applied Research  
on International Markets, Banking,  
Finance and Regulation



# THANKS



Università  
Bocconi

BAFFI CAREFIN  
Centre for Applied Research  
on International Markets, Banking,  
Finance and Regulation

Università Commerciale Luigi Bocconi

Via Röntgen 1 | 20136 Milano – Italia |

Tel +39 02 5836.5908/2006 | [www.bafficarefin.unibocconi.eu](http://www.bafficarefin.unibocconi.eu)