

**Marcel Reichart**

**Beteiligungsfinanzierung italienischer Familienunternehmen**

# **DUV** **Wirtschaftswissenschaft**

**Marcel Reichart**

# **Beteiligungsfinanzierung italienischer Familienunternehmen**

**Auswirkungen der Kapitalmarkt-  
und Steuerreformen der neunziger Jahre**

**Mit einem Geleitwort von Prof. Dr. jur. Brun-Hagen Hennerkes**

**Deutscher Universitäts-Verlag**

Die Deutsche Bibliothek – CIP-Einheitsaufnahme

**Reichart, Marcel:**

Beteiligungsfinanzierung italienischer Familienunternehmen :  
Auswirkungen der Kapitalmarkt- und Steuerreformen der neunziger  
Jahre / Marcel Reichart. Mit einem Geleitw. von Brun-Hagen  
Hennerkes. – 1. Aufl. – Wiesbaden : Dt. Univ.-Verl., 2001

(DUV : Wirtschaftswissenschaft)

Zugl.: Stuttgart, Univ., Diss., 2000 u.d.T.: Reichart, Marcel: Die  
Kapitalmarkt- und Steuerreformen der neunziger Jahre in Italien  
und die Beteiligungsfinanzierung italienischer Familienunternehmen

Gedruckt mit freundlicher Unterstützung der Italienischen Botschaft.

D 93

1. Auflage Januar 2001

Alle Rechte vorbehalten

© Deutscher Universitäts-Verlag GmbH, Wiesbaden, 2001

Lektorat: Ute Wrasmann / Monika Mülhausen

Der Deutsche Universitäts-Verlag ist ein Unternehmen der  
Fachverlagsgruppe BertelsmannSpringer.



Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlages unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

[www.duv.de](http://www.duv.de)

Höchste inhaltliche und technische Qualität unserer Produkte ist unser Ziel. Bei der Produktion und Verbreitung unserer Bücher wollen wir die Umwelt schonen. Dieses Buch ist auf säurefreiem und chlorfrei gebleichtem Papier gedruckt. Die Einschweißfolie besteht aus Polyäthylen und damit aus organischen Grundstoffen, die weder bei der Herstellung noch bei der Verbrennung Schadstoffe freisetzen.

Die Wiedergabe von Gebrauchsnamen, Handelsnamen, Warenbezeichnungen usw. in diesem Werk berechtigt auch ohne besondere Kennzeichnung nicht zu der Annahme, dass solche Namen im Sinne der Warenzeichen- und Markenschutz-Gesetzgebung als frei zu betrachten wären und daher von jedermann benutzt werden dürften.

ISBN 978-3-8244-0557-2

ISBN 978-3-322-90206-1 (eBook)

DOI 10.1007/978-3-322-90206-1

## Geleitwort

Familienunternehmen bilden das Rückgrat der Volkswirtschaft. Diese Aussage ist nicht nur für Deutschland zutreffend, sondern für die große Mehrzahl der europäischen Staaten. Sie alle verfügen über eine ausgeprägte Tradition von Familienunternehmen und Unternehmerdynastien. Paradebeispiel eines Wirtschaftssystems, das durch die starke Stellung von Familienunternehmen geprägt ist, war über viele Jahrzehnte Italien. Insbesondere der starke Wirtschaftsaufschwung in Norditalien nach dem zweiten Weltkrieg ist vornehmlich auf die unternehmerische Effizienz von Familienunternehmen zurückzuführen. Vor allem in traditionellen Branchen wie dem Maschinenbau oder der Textilindustrie ist es ihnen gelungen, große Erfolge nicht nur im Heimatmarkt, sondern vor allem auf den wichtigsten Auslandsmärkten zu erzielen. Unbeeindruckt von Korruption, Arbeitskämpfen und der zeitweise vollständigen Lähmung des politischen Systems haben italienische Familienunternehmen Produkte hervorgebracht, die international über hohes Ansehen verfügen.

Auf der anderen Seite galt der italienische Kapitalmarkt traditionell als völlig rückständig. Zusammen mit Ländern wie Portugal und Spanien war Italien über viele Jahrzehnte hinweg im Bereich der Unternehmensfinanzierung geradezu der Prototyp eines kapitalmarktfernen Systems. Mit Zusammenbruch der alten politischen Ordnung Ende der 80-er Jahre setzten zahlreiche Reformen des Kapitalmarktes und des Steuersystems ein, welche einen grundlegenden Wandel der Möglichkeiten der Außenfinanzierung und damit einhergehend eine Öffnung des italienischen Kapitalmarktes eingeleitet haben.

Vor diesem Hintergrund zeichnet Marcel Reichart in der vorliegenden Untersuchung in eindrucksvoll klarer Analyse die Kapitalmarkt- und Steuerreformen der 90-er Jahre in Italien nach und beschreibt, welche Auswirkungen diese grundlegenden Veränderungen der Rahmenbedingungen auf die Situation und Finanzierung italienischer Familienunternehmen gezeitigt haben. Der Verfasser wendet sich schwerpunktmäßig den aktienrechtlichen, kapitalmarktrechtlichen, steuerlichen sowie börsen- und kapitalmarktseitigen Determinanten dieses Veränderungsprozesses zu. Es ist ihm mit der vorgelegten Arbeit hervorragend gelungen, diesen Reformprozeß deskriptiv - trotz hohen wissenschaftlichen Niveaus besonders verständlich - darzustellen; zum anderen führt die vorgenommene kritisch analysierte Überprüfung zu kreativen Optimierungsansätzen und beschreitet darüber hinaus in Teilbereichen sogar echtes Neuland. Daß der Verfasser hierbei auf moderne Analyse-Instrumente der Kapitalmarkttheorie sowie der Corporate-Governance-Lehre zurück greift, sollte für die Familienunternehmen ein Anreiz sein, das bisher praktizierte Finanzierungs- und Controlling-instrumentarium generell der modernen Betriebswirtschaft anzupassen.

Zahlreiche weitere Aspekte, die Marcel Reichart untersucht hat, würden eine gesonderte Hervorhebung lohnen. Es ist zu hoffen, daß die Untersuchungen und Ergebnisse dieser Arbeit in Wissenschaft und Praxis schnelle Aufnahme finden und als Denkanstöße wirken können.

Stuttgart, im Oktober 2000

Prof. Dr. Brun-Hagen Hennerkes

## **Vorwort**

Familienunternehmen sind neben dem großen Staatssektor das konstituierende Element des italienischen Wirtschaftssystems. Seit Mitte der achtziger Jahre hat sich eine wachsende Schicht dynamischer und international wettbewerbsfähiger, mittelgroßer Familienunternehmen etabliert, die ihr Wachstum ganz überwiegend durch Eigenmittel und Fremdkapital finanziert haben. Diese Finanzierungspolitik, unterentwickelte Beteiligungskapitalmärkte und die große Bedeutung der Familienkontrolle sind Facetten des bis dato kapitalmarktfernen italienischen Systems der Unternehmensfinanzierung und -kontrolle. Dieses Bild verändert sich in den neunziger Jahren im Zuge tiefgreifender Reformen der realen Institutionenstruktur des italienischen Kapitalmarktes. Den Anlaß hierfür gaben neben dem ordnungspolitischen Kurswechsel infolge der politischen Krise die Liberalisierung und Harmonisierung des europäischen Kapitalmarktes sowie die Anforderungen des Maastricht-Prozesses.

Die vorliegende Arbeit beansprucht, die Kapitalmarkt- und Steuerreformen der neunziger Jahre in Italien und ihre Auswirkungen auf die Möglichkeiten und Problemstellungen der Beteiligungsfinanzierung italienischer Familienunternehmen systematisch zu erfassen und zu bewerten. Dieses Untersuchungsziel wird in drei Ebenen erarbeitet: Es wird die Reform der realen Institutionenstruktur des italienischen Kapitalmarktes in diesem Zeitraum dargestellt. Darauf aufbauend werden die Veränderungen der für Familienunternehmen relevanten gesellschafts-, kapitalmarkt- und steuerrechtlichen Determinanten der Beteiligungsfinanzierung aufgezeigt. Schließlich werden die Auswirkungen dieser Transformation auf Börsensegmente und Kapitalbeteiligungsmarkt, sowie die Neuemissionswelle italienischer Familienunternehmen erörtert. Die beiden Schlußfolgerungen lauten: Der Aktien- und Kapitalbeteiligungsmarkt hat sich infolge der Deregulierung und Modernisierung des Kapitalmarkt- und Börsenwesens sowie des Abbaus steuerlicher Diskriminierungen der Eigenkapitalfinanzierung zum attraktiven Finanzierungsinstrument für Familienunternehmen gewandelt. Ein Bewußtseinswandel auf seiten italienischer Unternehmerfamilien in Richtung eines modernen Verständnisses der Beteiligungsfinanzierung hat eingesetzt.

Die Arbeit ist aus der Idee einer Dissertationsreihe über die Bedeutung und relevante Frage- und Problemstellungen von Familienunternehmen im europäischen Ausland hervorgegangen. Dieses Projekt wurde von meinem Doktorvater, Prof. Dr. iur. Brun-Hagen Hennerkes initiiert, vor dem ich mich mit großem Dank für die Leitung und die vielfältige Förderung meiner Dissertation verneige. Danken möchte ich ferner Prof. Dr. iur. Udo Kornblum für die Übernahme des Zweitgutachtens sowie Dr. Rainer Kögel für die akademische Betreuung der Arbeit.

Weiter bin ich der Deutschen Gesellschaft für Mittelstandsberatung (DGM) und im besonderen ihrem Geschäftsführer, Peter von Windau, zu tiefem Dank verpflichtet. Das gewährte Stipendium ermöglichte mir wertvolle Forschungsaufenthalte vor Ort. Mein großer Dank gilt dem früheren Leiter der Wirtschaftsabteilung der italienischen Botschaft, Vincenzo Prati sowie den Attachés Dres. Mauro Battocchi und Stefano Barocchi für die tatkräftige Unterstützung im Zugang zu italienischen Kapitalmarktinstitutionen und den Vorschlag für den Sonderpreis für die wissenschaftliche Forschung durch die Deutsch-Italienische Wirtschaftsvereinigung (DIW). Danken will ich auch dem Ersten Sekretär der Botschaft, Stefano Beltrame für seine Wirken hinsichtlich des Sponsoring der Verlagsveröffentlichung. Zu Dank verpflichtet bin ich in hohem Maß den von mir befragten Experten - namentlich Prof. Guido Corbetta, Dres. Francesco Perrini, Fabrizio Barca, Magda Bianco, Cesare Iannuzzi, Gabriele Coccini und Giovanni Scanagatta - welche die Literaturlauswertung mit praxisnahem Fachwissen bereichert haben, sowie Dr. Alessandro Comini, der mir im Quellenstudium zur Seite stand.

Mein herzlicher Dank gilt Dr. Otto Graf Lambsdorff, der mir den Freiraum gab, das Dissertationsvorhaben neben der Referententätigkeit für ihn zu realisieren. Danken will ich Heike Stadie im dortigen Büro für ihre Hilfe sowie Rechtsanwalt Thomas Hund im Büro von Prof. Hennerkes für Rat und Hilfe in formalen Fragen. Schließlich verneige ich mich vor meiner Familie und im besonderem vor meiner Mutter und meinem Patenonkel. Ihr immerforter Zuspruch und ihre Unterstützung haben maßgeblich zur Bewältigung des Vorhabens beigetragen, weshalb ich die Dissertation beiden widme.

Berlin, im Oktober 2000

Marcel Reichart



## **Inhaltsübersicht**

<b>Tabellenverzeichnis.....</b>	<b>XXI</b>
<b>Abbildungsverzeichnis.....</b>	<b>XXV</b>
<b>Abkürzungsverzeichnis .....</b>	<b>XXVII</b>
<b>Zusammenfassung/ Summary.....</b>	<b>XXXIII</b>
<b>Einleitung.....</b>	<b>1</b>
I. Einführung in die Problemstellung .....	1
II. Abgrenzung und Methode.....	5
III. Gang der Arbeit .....	8
IV. Definitionen.....	12
<b>A. Stellung von Familienunternehmen in der italienischen Wirtschaft.....</b>	<b>19</b>
I. Wirtschaftssystem .....	19
1. Jüngere Wirtschaftsentwicklung.....	19
2. Räumliche Wirtschaftsstruktur .....	21
3. Struktur des Unternehmenssektors .....	26
II. System der Unternehmensfinanzierung und -kontrolle .....	33
1. Grundlagen .....	33
2. Befund der Eigentums- und Kontrollstrukturen .....	35
3. Bedeutung und Funktion von Familienkonzernen .....	41
III. Kritische Würdigung .....	48
<b>B. Finanzierungspolitik italienischer Familienunternehmen .....</b>	<b>51</b>
I. Finanzierungsbefund .....	51
1. Finanzierungs- und Kapitalstruktur.....	51
2. Fremdkapitalfinanzierung.....	53
3. Beteiligungsfinanzierung.....	54
II. Bankseitige Determinanten .....	59
1. Bankensektor .....	59
2. Investment banking .....	63
3. Bankbeziehung .....	65
III. Nachfrage nach Beteiligungskapital .....	68
1. Ziele.....	68
2. Befund .....	73
IV. Kritische Würdigung.....	79

<b>C. Aktien- und kapitalmarktrechtliche Determinanten .....</b>	<b>81</b>
I. Unternehmensverfassung der s.p.a. ....	81
1. Rechtsformverteilung .....	81
2. Aktienrechtlicher Rahmen .....	83
3. Sicherung des Familieneinflusses .....	88
II. Sonderstellung der börsennotierten Aktiengesellschaft .....	98
1. Rechtsrahmen .....	98
2. Publizitätsanforderungen .....	100
3. Unternehmensverfassung .....	106
4. Finanzierung .....	110
III. Kritische Würdigung .....	113
<b>D. Steuerliche Determinanten .....</b>	<b>115</b>
I. Rechtsentwicklung .....	115
II. Status quo der Unternehmens- und Kapitalertragsbesteuerung .....	117
1. Unternehmensbesteuerung .....	117
2. Besteuerung von Unternehmensübertragungen .....	125
3. Steuervermeidung .....	129
III. Kapitalmarktorientierte Steuerreformen Mitte der neunziger Jahre .....	135
1. Unternehmensbesteuerung .....	135
2. Betriebliche Umstrukturierungen .....	147
3. Einkünfte aus Kapitalvermögen .....	149
IV. Kritische Würdigung .....	151
<b>E. Börsen- und kapitalmarktseitige Determinanten .....</b>	<b>155</b>
I. Entwicklungsstand zu Beginn der neunziger Jahre .....	155
1. Rahmenbedingungen .....	155
2. Entwicklung des Börsenwesens .....	155
II. Kapitalmarkt- und Börsenreformen der neunziger Jahre .....	159
1. Rahmenbedingungen .....	159
2. Erneuerung des kapitalmarkt- und börsenrechtlichen Rahmens .....	162
3. Modernisierung des Marktmodells .....	172
III. Kritische Würdigung .....	179
<b>F. Börsensegmente .....</b>	<b>181</b>
I. Borsa Valori .....	181
1. Zulassung .....	181

2. Profil .....	188
3. Börsengänge mittelgroßer Familienunternehmen .....	194
4. Kosten der Börseneinführung .....	204
II. Nebensegmente .....	208
1. Mercato Ristretto .....	208
2. Nuovo Mercato .....	213
3. METIM-Projekt .....	216
III. Kritische Würdigung .....	220
<b>G. Kapitalbeteiligungsmarkt .....</b>	<b>223</b>
I. Marktprofil .....	223
1. Marktvolumen .....	223
2. Kapitalherkunft .....	224
3. Investmentstruktur .....	226
4. Desinvestmentkanäle .....	230
5. Rentabilität .....	232
II. Anbieter .....	233
1. Kapitalbeteiligungsgesellschaften .....	233
2. Banken .....	236
3. Investmentfonds .....	238
III. Kritische Würdigung .....	241
<b>Schlußbetrachtung.....</b>	<b>243</b>
<b>Anhang A .....</b>	<b>245</b>
<b>Anhang B .....</b>	<b>247</b>
<b>Literaturverzeichnis .....</b>	<b>249</b>
<b>Rechtsprechungsverzeichnis .....</b>	<b>279</b>
<b>Quellenverzeichnis .....</b>	<b>281</b>

# Inhaltsverzeichnis

<b>Tabellenverzeichnis.....</b>	<b>XXI</b>
<b>Abbildungsverzeichnis.....</b>	<b>XXV</b>
<b>Abkürzungsverzeichnis .....</b>	<b>XXVII</b>
<b>Zusammenfassung/ Summary.....</b>	<b>XXXIII</b>

<b>Einleitung.....</b>	<b>1</b>
------------------------	----------

I. Einführung in die Problemstellung .....	1
II. Abgrenzung und Methode.....	5
III. Gang der Arbeit .....	8
IV. Definitionen.....	12
1. Familienunternehmen .....	12
2. Beteiligungsfinanzierung.....	16
3. Größenmerkmale .....	17

<b>A. Stellung von Familienunternehmen in der italienischen Wirtschaft.....</b>	<b>19</b>
---	-----------

I. Wirtschaftssystem .....	19
1. Jüngere Wirtschaftsentwicklung.....	19
a) Entwicklungsphasen.....	19
b) Erklärungsansätze .....	20
2. Räumliche Wirtschaftsstruktur .....	21
a) Nord-Süd-Dualismus.....	21
b) Terza Italia .....	23
3. Struktur des Unternehmenssektors .....	26
a) Größenverteilung.....	26
b) Produktions- und Exportstruktur.....	30
II. System der Unternehmensfinanzierung und -kontrolle .....	33
1. Grundlagen .....	33
a) Finanztheoretische Einordnung.....	33
b) Institute der italienischen corporate governance.....	34
2. Befund der Eigentums- und Kontrollstrukturen .....	35
a) Eigentumsstruktur und -konzentration.....	35
b) Kontrollmodelle .....	38
(1) Kleine und mittlere Unternehmen.....	38
(2) Mittelgroße und große Unternehmen .....	39

3. Bedeutung und Funktion von Familienkonzernen .....	41
a) Bedeutung der großen Familienkonzerne .....	41
b) Funktionen der Konzernorganisation.....	44
III. Kritische Würdigung .....	48
<b>B. Finanzierungspolitik italienischer Familienunternehmen .....</b>	<b>51</b>
I. Finanzierungsbefund .....	51
1. Finanzierungs- und Kapitalstruktur .....	51
2. Fremdkapitalfinanzierung.....	53
3. Beteiligungsfinanzierung.....	54
a) Aktienmarkt.....	54
b) Kapitalbeteiligungsmarkt.....	58
II. Bankseitige Determinanten .....	59
1. Bankensektor .....	59
a) Bankrechtliche Entwicklung .....	59
b) Bedeutung und Struktur .....	61
c) Sonderstellung der Mediobanca.....	62
2. Investment banking .....	63
a) Segmentierung.....	63
b) Marktprofil.....	64
3. Bankbeziehung .....	65
a) Typisierung .....	65
b) Kreditbeziehungen .....	66
c) Beratung .....	66
III. Nachfrage nach Beteiligungskapital .....	68
1. Ziele .....	68
a) Zielarten .....	68
b) Zielrelevanz.....	68
(1) Wachstum.....	68
(2) Internationalisierung .....	69
(3) Innovationstätigkeit.....	71
(4) Unternehmensnachfolge.....	72
2. Befund .....	73
a) Synopse der verwendeten Empirie.....	73
b) Einstellung zur Beteiligungsfinanzierung.....	74
(1) Erwägungsgründe.....	74
(2) Hemmnisfaktoren.....	75
c) Eigenschaften ‚beteiligungsinteressierter‘ Unternehmen .....	77
IV. Kritische Würdigung.....	79

<b>C. Aktien- und kapitalmarktrechtliche Determinanten.....</b>	<b>81</b>
I. Unternehmensverfassung der s.p.a.....	81
1. Rechtsformverteilung.....	81
2. Aktienrechtlicher Rahmen.....	83
a) Rechtsgrundlagen.....	83
b) Merkmale der s.p.a.....	84
(1) Organisationsrecht.....	84
(2) Mehrheitsprinzip.....	86
(3) Publizität.....	87
c) Bedeutung der s.r.l.....	87
3. Sicherung des Familieneinflusses.....	88
a) Grundlagen.....	88
b) Besetzung der Unternehmensleitung.....	88
(1) Ernennung der Geschäftsführer.....	88
(2) Stimul stabunt simul cadent- Klausel.....	89
c) Steuerung des Gesellschafterkreises.....	90
(1) Grundsatz der freien Übertragbarkeit.....	90
(2) Satzungsmäßige Abtretungsbeschränkungen.....	90
(3) Vertragliche Abtretungsbeschränkungen.....	92
d) Erhalt der Einflußstellung bei reduziertem Kapitalanteil.....	93
(1) Spezielle Aktiegattungen.....	93
(2) Qualifizierte Mehrheiten.....	93
(3) Zustimmungsvorbehalte der Hauptversammlung.....	94
(4) Stimmbindungs- und Konsortialverträge.....	95
II. Sonderstellung der börsennotierten Aktiengesellschaft.....	98
1. Rechtsrahmen.....	98
a) Rechtsentwicklung.....	98
b) Öffentliche Zeichnungs- und Verkaufsangebote.....	99
2. Publizitätsanforderungen.....	100
a) Zulassungspublizität.....	100
b) Laufende Publizität.....	101
c) Insiderhandelsverbot.....	104
d) Stimmrechtsbeteiligungen und Konsortialverträge.....	105
3. Unternehmensverfassung.....	106
a) Minderheitenrechte.....	107
b) Aufsichtsrat.....	108
c) Abschlußprüfung.....	109

4. Finanzierung .....	110
a) Sparaktien.....	110
b) Emissionspolitik.....	112
III. Kritische Würdigung .....	113
<b>D. Steuerliche Determinanten.....</b>	<b>115</b>
I. Rechtsentwicklung .....	115
II. Status quo der Unternehmens- und Kapitalertragsbesteuerung .....	117
1. Unternehmensbesteuerung.....	117
a) Gewinnermittlung .....	117
b) Steuern auf gewerbliche Einkünfte.....	120
(1) Einkommensteuer (IRPEF) .....	120
(2) Lokale Ertragsteuer (ILOR).....	121
(3) Körperschaftsteuer (IRPEG).....	121
c) Belastungsvergleiche.....	122
d) Betriebliche Vermögensteuer.....	125
2. Besteuerung von Unternehmensübertragungen.....	125
a) Verkauf von Unternehmensanteilen.....	126
(1) Betriebliche Veräußerungsgewinne .....	126
(2) Private Veräußerungsgewinne .....	126
b) Erbschaft- und Schenkungsteuer.....	128
3. Steuervermeidung.....	129
a) Problemstellung.....	129
b) Formen .....	131
c) Gegenmaßnahmen .....	133
III. Kapitalmarktorientierte Steuerreformen Mitte der neunziger Jahre.....	135
1. Unternehmensbesteuerung.....	135
a) Decreto Tremonti .....	135
b) Einführung der Dual Income Tax (DIT).....	136
(1) Grundlagen .....	136
(2) Super-DIT .....	138
(3) Einflußparameter.....	140
(4) Investitionsförderung des Legge Visco.....	141
c) Novellierung des Körperschaftsteueranrechnungsverfahrens.....	143
d) Einführung der regionalen Wertschöpfungsteuer (IRAP) .....	144
(1) Grundlagen .....	144
(2) Wirkungsrichtung.....	145
2. Betriebliche Umstrukturierungen .....	147

a) Grundlagen .....	147
b) Fallgruppen .....	147
3. Einkünfte aus Kapitalvermögen .....	149
a) Grundlagen .....	149
b) Private Veräußerungsgewinne .....	150
IV. Kritische Würdigung .....	151
<b>E. Börsen- und kapitalmarktseitige Determinanten.....</b>	<b>155</b>
I. Entwicklungsstand zu Beginn der neunziger Jahre .....	155
1. Rahmenbedingungen .....	155
2. Entwicklung des Börsenwesens.....	155
a) Entwicklung bis zum Zweiten Weltkrieg.....	155
b) Entwicklung in der Ersten Republik .....	157
II. Kapitalmarkt- und Börsenreformen der neunziger Jahre.....	159
1. Rahmenbedingungen .....	159
a) Politische Krise der Ersten Republik .....	159
b) Privatisierungen .....	161
2. Erneuerung des kapitalmarkt- und börsenrechtlichen Rahmens .....	162
a) Wettbewerb und Transparenz .....	162
(1) Deregulierung der Wertpapierdienstleistungen.....	162
(2) Verbesserung der Transparenz- und Mißbrauchsvorschriften .....	164
b) Institutionalisierung des Kapitalangebots .....	165
(1) Individuelles und institutionelles Anlageverhalten .....	165
(2) Einführung neuer Fondstypen .....	167
c) Privatisierung und Systematisierung.....	169
(1) Decreto Eurosim.....	169
(2) Testo Unico .....	170
3. Modernisierung des Marktmodells.....	172
a) Marktkonfiguration und -organisation .....	173
b) Konzentrationszwang.....	173
c) Liquiditätsförderung.....	175
(1) Liquiditätsverteilung .....	175
(2) Progetto titoli sottili.....	176
III. Kritische Würdigung .....	179



<b>F. Börsensegmente .....</b>	<b>181</b>
I. Borsa Valori .....	181
1. Zulassung .....	181
a) Rechtsentwicklung .....	181
b) Alte Börsenordnung .....	181
(1) Bedingungen .....	181
(2) Verfahren .....	183
c) Neue Börsenordnung .....	184
(1) Bedingungen .....	184
(2) Emissionsbegleiter .....	185
d) Vergleichende Würdigung .....	186
2. Profil .....	188
a) Größen- und Branchenstruktur .....	188
b) Aktienemissionen .....	189
c) Neuemissionen .....	191
3. Börsengänge mittelgroßer Familienunternehmen .....	194
a) Empirie .....	194
b) Eigenschaften .....	197
(1) Unternehmensgröße und Rentabilität .....	197
(2) Eigentumsstruktur .....	198
c) Primär- und Sekundärmarktaufnahme .....	200
(1) Emissionsstruktur und Bewertung .....	200
(2) Liquidität und Kursentwicklung .....	201
d) Erwägungsgründe .....	202
4. Kosten der Börseneinführung .....	204
a) Explizite Kosten .....	204
b) Underpricing .....	206
II. Nebensegmente .....	208
1. Mercato Ristretto .....	208
a) Entwicklung des Marktmodells .....	208
(1) Entwicklung von 1977 bis 1997 .....	208
(2) Neue Börsenordnung .....	210
b) Merkmale und Performance .....	210
2. Nuovo Mercato .....	213
a) Marktmodell .....	213
b) Marktordnung .....	214

3. METIM-Projekt .....	216
a) Entwicklungsverlauf .....	216
b) Regionalinitiativen .....	217
III. Kritische Würdigung .....	220
<b>G. Kapitalbeteiligungsmarkt .....</b>	<b>223</b>
I. Marktprofil .....	223
1. Marktvolumen .....	223
2. Kapitalherkunft .....	224
3. Investmentstruktur .....	226
a) Phasenverteilung .....	226
b) Sektorale und geographische Verteilung .....	229
4. Desinvestmentkanäle .....	230
5. Rentabilität .....	232
II. Anbieter .....	233
1. Kapitalbeteiligungsgesellschaften .....	233
a) Grundlagen .....	233
b) Exkurs: Società di intermediazione finanziaria (SIF) .....	234
c) Öffentliche Kapitalbeteiligungsgesellschaften .....	235
2. Banken .....	236
3. Investmentfonds .....	238
III. Kritische Würdigung .....	241
<b>Schlußbetrachtung .....</b>	<b>243</b>
<b>Anhang A .....</b>	<b>245</b>
<b>Anhang B .....</b>	<b>247</b>
<b>Literaturverzeichnis .....</b>	<b>249</b>
<b>Rechtsprechungsverzeichnis .....</b>	<b>279</b>
<b>Quellenverzeichnis .....</b>	<b>281</b>

## Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: Typisierung von Familienunternehmen nach Corbetta.....	14
Tabelle A.1.: Entwicklung industrieller Kennzahlen im europäischen Vergleich.....	20
Tabelle A.2.: Sektorale Beschäftigungsanteile italienischer Industriedistrikte .....	25
Tabelle A.3.: ‚Führende‘ Familienunternehmen in italienischen Industriedistrikten .....	26
Tabelle A.4.: Betriebsgrößenstruktur von Industrieunternehmen im europäischen Ver- gleich .....	27
Tabelle A.5.: Betriebsgrößenstruktur in italienischen Wirtschaftszweigen.....	28
Tabelle A.6.: Wertschöpfungsanteile italienischer Wirtschafts- und Industriezweige .....	31
Tabelle A.7.: Exportquoten italienischer Industrieunternehmen unterschiedlicher Größe.....	32
Tabelle A.8.: Finanzintermediäre und Aktienmarkt im internationalen Vergleich .....	35
Tabelle A.9.: Eigentumsstruktur börsennotierter Gesellschaften im internationalen Vergleich .....	36
Tabelle A.10.: Eigentumsstruktur italienischer Industrieunternehmen nach Größenklassen ..	37
Tabelle A.11.: Eigentumskonzentration in börsennotierten Unternehmen.....	37
Tabelle A.12.: Kontrollmodelle in italienischen Industrieunternehmen.....	38
Tabelle A.13.: Empirie über den Anteil von familienkontrollierten italienischen Unternehmen .....	39
Tabelle A.14.: Größenstruktur italienischer Unternehmen nach Unternehmenstyp.....	40
Tabelle A.15.: Eigentums- und Kontrollmodelle der MIB 30-Gesellschaften .....	40
Tabelle A.16.: Kontrollstrukturen in italienischen Konzernobergesellschaften .....	41
Tabelle A.17.: Familienkonzerne unter den zwanzig größten italienischen Industriegruppen	42
Tabelle A.18.: Anteil von Konzernunternehmen in Abhängigkeit der Unternehmensgröße ..	45
Tabelle B.1.: Anteil der Finanzierungsformen an der Investitionsfinanzierung.....	51
Tabelle B.2.: Kapitalstruktur europäischer Kapitalgesellschaften der verarbeitenden In- dustrie .....	52
Tabelle B.3.: Kapitalstruktur italienischer Unternehmen .....	53
Tabelle B.4.: Börsennotierungen und Neuemissionen im europäischen Vergleich.....	55
Tabelle B.5.: Anzahl der börsenfähigen italienischen Unternehmen .....	55
Tabelle B.6.: Merkmale börsenfähiger italienischer privater Unternehmen.....	56
Tabelle B.7.: Sektorale Struktur der börsenfähigen italienischen privaten Unternehmen.....	57
Tabelle B.8.: Regionale Struktur der börsenfähigen italienischen privaten Unternehmen.....	57
Tabelle B.9.: Empirie über die Anzahl börsenfähiger italienischer Unternehmen .....	58
Tabelle B.10.: Bedeutung des italienischen Kapitalbeteiligungsmarktes im europäischen Vergleich.....	58

Tabelle B.11.: Struktur des Kreditvolumens gegenüber italienischen Nichtbanken .....	60
Tabelle B.12.: Struktur des italienischen Bankensystems Anfang der neunziger Jahre .....	61
Tabelle B.13.: Zulässigkeitsbereiche kapitalmarktbezogener Finanzdienstleistungen.....	63
Tabelle B.14.: Anbieter kapitalmarktbezogener Finanzdienstleistungen in Italien .....	64
Tabelle B.15.: Anzahl der Bankbeziehungen italienischer und deutscher Unternehmen.....	66
Tabelle B.16.: Rückgriff auf Beratungsleistungen bei Unternehmensübertragungen .....	67
Tabelle B.17.: Formen der Akquisitionsfinanzierung italienischer KMU.....	69
Tabelle B.18.: Anteil verschiedener Industriezweige an den ausländischen Direkt- investitionen .....	69
Tabelle B.19.: Internationalisierung mittelgroßer italienischer Familienunternehmen .....	70
Tabelle B.20.: Innovationstätigkeit italienischer Unternehmen nach Größenklassen .....	71
Tabelle B.21.: F+E-Aufwand italienischer Unternehmen im Vergleich .....	71
Tabelle B.22.: Kontrollwechsel in italienischen Industrieunternehmen .....	73
Tabelle B.23.: Empirie zur Beteiligungsfinanzierung italienischer Industrieunternehmen ....	74
Tabelle B.24.: Hemmnisfaktoren der Beteiligungsfinanzierung italienischer Unternehmen ..	76
Tabelle B.25.: Eigenschaften ‚beteiligungsinteressierter‘ italienischer Unternehmen .....	78
Tabelle C.1.: Rechtsformverteilung im europäischen Vergleich.....	81
Tabelle C.2.: Rechtsformverteilung italienischer Unternehmen nach Größenklassen .....	82
Tabelle C.3.: Empirie über die Existenz und Merkmale von italienischen Verwaltungsräten 85	
Tabelle C.4.: Anwesenheits- und Beschlußquoten bei italienischen Hauptversammlungen...	86
Tabelle C.5.: Satzungsmäßige Abtretungsbeschränkungen in italienischen Unternehmen.....	92
Tabelle C.6.: Aktionärssyndikate ausgewählter börsennotierter Familienunternehmen .....	97
Tabelle C.7.: Bedeutung von Aktionärssyndikaten bei börsennotierten Unternehmen .....	97
Tabelle C.8.: Prospektaufbau und -inhalt gemäß Del. Consob 11125/1997.....	101
Tabelle C.9.: Außerordentliche Publizitätspflichten gemäß Del. Consob 11520/1998 .....	104
Tabelle C.10.: Periodische Publizitätspflichten gemäß Del. Consob 11520/1998 .....	104
Tabelle C.11.: Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten über Beteiligungsverhältnisse 106	
Tabelle C.12.: Vergleich der Beschlußquoten in der außerordentlichen Haupt- versammlung.....	108
Tabelle D.1.: Ertragsteuerbelastung italienischer Personen- und Kapitalgesellschaften.....	123
Tabelle D.2.: Gewinn und Ertragsteuerbelastung der Rechtsformen im Vergleich.....	124
Tabelle D.3.: Verteilung des Gewinns italienischer Unternehmen vor Zinsen und Steuern . 124	
Tabelle D.4.: Kapitalkosten verschiedener Finanzierungsformen im europäischen Ver- gleich .....	124
Tabelle D.5.: Formen der Vergütung von Anteilseignern italienischer Kapital- gesellschaften .....	132
Tabelle D.6.: Zusammensetzung des Nettovermögens im Rahmen der DIT-Berechnung ....	137