

---

# **Struttura dei gruppi, leva azionaria e cash-flow right**

*di Massimo Cecchi (\*)*

## **1. Introduzione**

In Italia la diffusione della forma organizzativa di gruppo sia per le grandi imprese quotate sia per quelle di minori dimensioni è un dato oramai consolidato (1). Tale fenomeno può essere posto in relazione con i molteplici benefici che la struttura di gruppo consente di realizzare, tra i quali possiamo ricordare la possibilità di razionalizzare i processi produttivi, migliorando le condizioni di economicità e contenendo i rischi (2).

Come risulta sia dalla letteratura, sia dalla stampa economica e finanziaria, è tuttavia innegabile che, oltre a questi vantaggi operativi, uno dei principali benefici ricercati attraverso questa struttura è la possibilità di realizzare la separazione tra proprietà e controllo (3).

In altri termini, la possibilità di esercitare il controllo su un gruppo limitando gli investimenti in termini di capitali, rispetto a quelli che sarebbero necessari qualora le stesse attività costituissero divisioni di un'unica entità giuridica.

Sono proprio le recenti operazioni di riassetto operate dei maggiori gruppi che, riportando alla luce vantaggi e problematiche connessi a tali strutture, inducono le riflessioni che seguono.

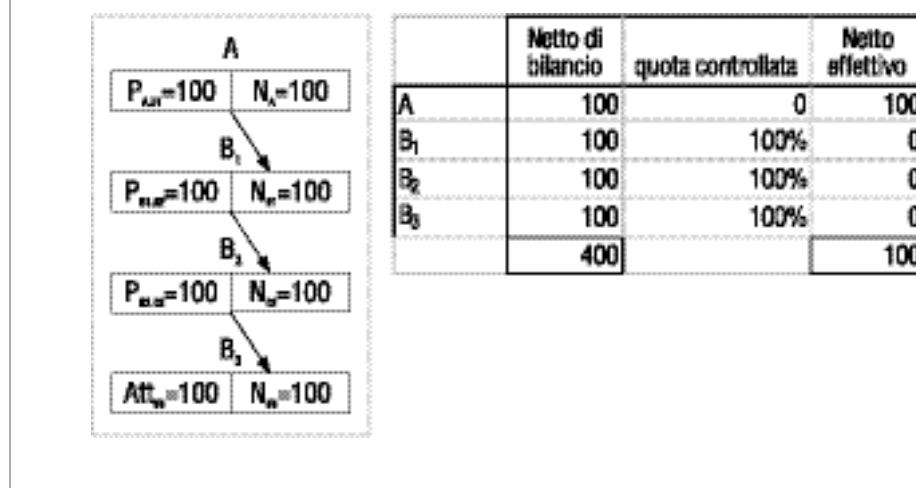
## **2. Gli effetti del controllo partecipativo sul capitale degli aggregati**

Il primo aspetto di rilievo che deve essere preso in esame riguardo al possesso da parte di una società di tutto o di parte del patrimonio di un'altra società è che ciò porta ad una dicotomia tra il netto risultante dai singoli bilanci e il netto effettivamente versato nell'aggregazione.

Tale fenomeno viene definito in dottrina “duplicazione dei patrimoni”, in quanto le azioni di diverse società sono rappresentative dei medesimi beni reali (4). E questo si verifica ogni volta una società sostituisce le proprie attività con azioni di altre società.

Il fenomeno può essere illustrato con un semplice esempio. Si supponga che la società A con capitale 100 detenga il 100% del capitale di altre tre imprese ( $B_1, B_2, B_3$ ), anch'esse con capitale 100, attraverso una struttura di gruppo verticale (Figura 1). Abbiamo così quattro imprese che evidenziano nei loro bilanci un capitale di 100. A ben vedere, buona parte di questo capitale è solo fittizio.

Ciò che leggiamo come netto delle controllate non è che il capitale della società capogruppo, il quale, pur mantenendosi al vertice dell'aggregato in qualità di “capitale di controllo”, si ripete nei singoli bilanci come in un grande gioco di specchi, mentre le vere attività operative sono concentrate nell'ultima società

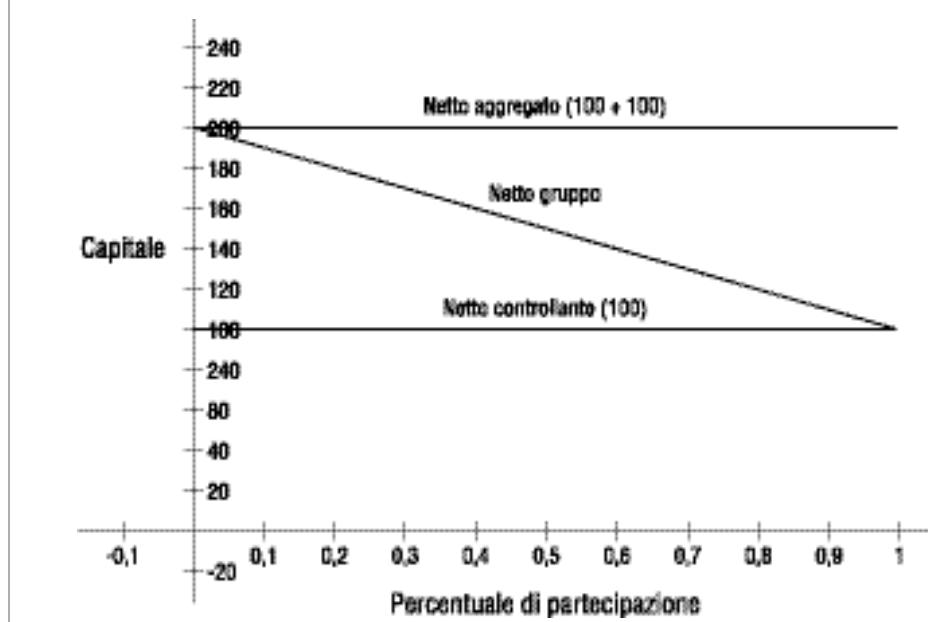
**Figura 1**(Att<sub>B3</sub>).

Ogni azione di A rappresenta le azioni di B<sub>1</sub>, le quali a loro volta rappresentano le azioni di B<sub>2</sub>, che rappresentano le azioni di B<sub>3</sub>, la quale ha beni reali per 100. Ne consegue che 100 di beni reali sono rappresentati da azioni per un valore complessivo di 400. In altri termini, azioni per un valore di 300, su un capitale complessivo di 400, sono prive di una controparte reale.

La Figura 2 evidenzia il fenomeno analizzando il rapporto esistente tra capitale aggregato e capitale effettivo di due sole

imprese al variare della percentuale di partecipazione. Sull'asse delle ascisse troviamo la percentuale di partecipazione di una generica società "A" con capitale 100 in un'altra società "B" avente lo stesso capitale netto. Sull'asse delle ordinate il netto effettivamente esistente nell'aggregato "A+B".

Uno dei principali effetti del processo di consolidamento dei bilanci di imprese sottoposte ad un controllo di tipo partecipativo è proprio l'eliminazione della parte di netto "fittizia" che corrisponde alla somma degli investimenti partecipativi, al fine di avere una rappresentazione

**Figura 2**

veritiera e corretta del capitale del gruppo (5).

Le medesime considerazioni possono tuttavia essere estese anche ai gruppi più piccoli, i quali per limiti, appunto, “dimensionali”, sono sottratti all’obbligo della redazione del bilancio consolidato (6). Ne consegue che l’esigenza di isolare il fenomeno è sicuramente ancora più pressante per tali aggregazioni, tanto più che queste rappresentano nel nostro paese un numero tutt’altro che irrilevante (7).

In presenza di aggregati in cui la partecipazione al capitale di un’impresa sull’altra è elevata, appare dunque opportuno tenere conto dell’effetto duplicativo che la partecipazione ha sulla effettiva consistenza del capitale.

Possiamo allora costruire un indice che sinteticamente misura l’effetto di ridondanza sul capitale delle controllate operato dagli investimenti partecipativi.

#### Indice di ridondanza del capitale:

$$\frac{P_{B1}N_{B1}^0 + P_{B2}N_{B2}^0 + \dots}{N_{B1}^0 + N_{B2}^0 + \dots} = \frac{\sum P_{Bi}N_{Bi}^0}{\sum N_{Bi}^0}$$

Nell’esempio precedentemente proposto, in cui la società “A” controlla a cascata tre imprese, la ridondanza del capitale è del 100% (cioè 300/300). Assumendo per il momento che il netto delle partecipate resti invariato (cioè  $N^0 = N^t$ ), tale indice può essere letto anche come “grado di controllo medio” all’interno di un gruppo.

Se prendiamo in esame i prospetti di riconciliazione tra il capitale aggregato e quello consolidato pubblicati dai maggiori gruppi italiani, ci rendiamo conto di quanto possa essere ampia la dicotomia tra i suddetti capitali.

Inoltre, anche se la duplicazione dei patrimoni è sicuramente l’effetto principale, all’interno di un gruppo ci possono

essere innumerevoli altre ridondanze che inficiano la significatività dei singoli bilanci.

Si pensi, ad esempio alla ridondanza degli utili e delle perdite delle controllate nei bilanci delle controllanti quando queste valutano con il metodo del patrimonio netto. Se una controllata ha un utile, questo, oltre a figurare nel suo netto, figurerà anche nel netto della controllante sotto forma di incremento delle riserve. Discorso analogo può essere fatto per le perdite che svalutano il netto delle controllanti.

### 3. Proprietà e controllo nei gruppi

Esaminati gli aspetti preliminari, torniamo a concentrare la nostra attenzione su come la struttura di gruppo consenta di ottenere la separazione tra proprietà e controllo (8). Se per proprietà intendiamo tutti i soci che, investendo con capitale di rischio, finanziato un gruppo, e per controllo intendiamo quei soci che effettivamente dominano nelle assemblee delle diverse società, dobbiamo rilevare che questi soggetti non sempre coincidono. In molti casi, cioè, chi detiene la maggioranza del capitale, risulta essere in minoranza nelle assemblee.

In ambito societario questo risultato può essere ottenuto in vari modi: in particolare, attraverso l’uso anche congiunto di diversi strumenti quali, ad esempio, i patti parasociali e le deleghe di voto (9). Tuttavia, è indubbiamente l’utilizzo di una struttura di gruppo fortemente verticalizzata, che consente alla controllante di mantenere lo stesso grado di controllo, riducendo sensibilmente il proprio investimento, lo strumento più interessante sotto questo profilo.

Questo risultato può infatti essere raggiunto con il meccanismo delle cosiddette “scatole cinesi”. In generale ogni società del gruppo possiede partecipazioni azionarie in altre imprese del gruppo ed è a sua volta partecipata da altre società del gruppo. Ciò non vale:

- per la società capogruppo, la quale risulta essere posseduta unicamente da azionisti esterni;
- tra questi normalmente troviamo un azionista controllante con partecipazione di maggioranza, assoluta o relativa (situazione tipica nel modello italiano);
- quando non vi è un soggetto dominante si parla di “pubblic company” (situazione tipica nel modello anglosassone);
- per le società alla base della piramide, cioè quelle operative o terminali, le quali non possiedono partecipazioni.

Le società terminali possono essere controllate dalla capogruppo attraverso una *partecipazione diretta* e/o una *partecipazione indiretta*, cioè che deriva dalla partecipazione di società a loro volta partecipate.

Negli esempi precedentemente proposti avevamo imprese controllate in modo totalitario: A controllava direttamente B<sub>1</sub> e, attraverso una partecipazione indiretta, B<sub>2</sub> e B<sub>3</sub>. Supponiamo adesso che A intenda controllare, ma non possedere integralmente, un'altra impresa con capitale 100. Per avere un controllo di diritto dovrà acquisire solo la maggioranza del suo capitale, arrivando a detenerne più del 50%.

Poniamo adesso che A, per controllare B, costituisca un livello intermedio di controllo rappresentato dall'impresa B<sub>1</sub> con capitale 50, nella quale deterrà un partecipazione del 50% più 1 voto (per semplicità di calcolo si approssimi al 50%), pagandola 25. Si supponga adesso che sia B<sub>1</sub> ad acquistare il 50% (sempre più un diritto di voto) di B (10). La situazione è schematizzabile come in Figura 3.

Come possiamo osservare, il grado di controllo partecipativo medio del gruppo rimane invariato, cioè  $(100 \cdot 0,5 + 50)$

$\cdot 0,5) / (100 + 50)$ , pari al 50%. Ciò che invece è cambiato è l'impegno finanziario di A, il quale, con un livello di controllo intermedio, si è dimezzato (il controllo indiretto su B è sceso al 25%). Che cosa è avvenuto?

L'interposizione di una società intermedia posseduta al 50% ha fatto sì che una parte dell'investimento necessario per controllare B fosse scaricata sui soci di minoranza di B<sub>1</sub>. In sostanza, il capitale 100 di B risulta così ripartito:

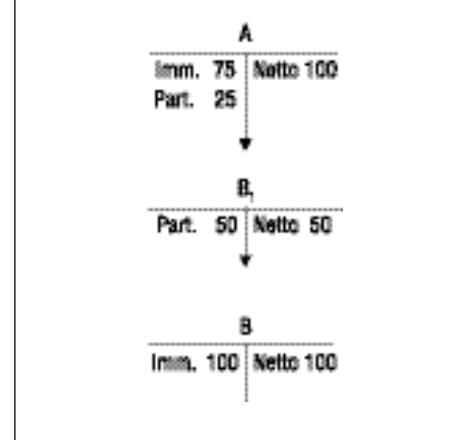
- minoranze di B<sub>1</sub> 25;
- minoranze di B 50;
- capogruppo A 25.

Si può facilmente verificare che con due livelli di controllo intermedi (cioè, A che detiene il 50% della società B<sub>1</sub> con capitale 25; B<sub>1</sub> che a sua volta detiene il 50% della società B<sub>2</sub> con capitale 50; B<sub>2</sub> che a sua volta detiene il 50% della società B<sub>3</sub> con capitale 100) l'investimento di A per ottenere un controllo di maggioranza su B (e un medesimo grado di controllo sul gruppo) si dimezza ulteriormente e passa al 12,5%. In sintesi si può desumere che l'investimento di A per ottenere il controllo di B, al crescere dei livelli intermedi, decresce con la seguente proporzione:

$$0,5 \cdot 0,5 \cdot 0,5 = 0,5^3 = 0,125$$

Ancora più in generale, supponendo una

**Figura 3**



generica percentuale  $p_{B_{n-1}, B_n}$  tra l'impresa  $B_{n-1}$  e l'impresa  $B_n$  tale da assicurare il controllo, la partecipazione indiretta e, di conseguenza, l'investimento della capogruppo A nella controllata  $B_n$ , all'aumentare dei livelli ( $\ell$ ) che separano le due società, si riduce con la seguente progressione:

Partecipazione della controllante  
nella società di livello n

$$\prod_{\ell=1 \rightarrow n} p_\ell$$

Naturalmente, l'investimento delle minoranze nel gruppo quali finanziatori per l'acquisto di B, cresce in modo corrispondente:

Partecipazione delle minoranze  
nella società di livello n

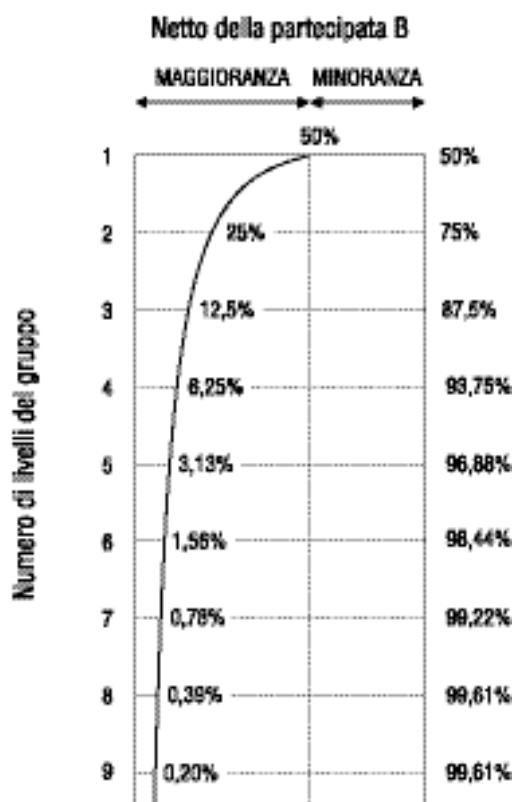
$$1 - \prod_{\ell=1 \rightarrow n} p_\ell$$

Ad esempio (Figura 4), se la controllata "obiettivo" è sul quarto livello rispetto alla capogruppo (si utilizzano quindi tre livelli intermedi), supponendo una percentuale di partecipazione uniforme all'interno del gruppo del 50%, il controllo può essere ottenuto con un investimento pari al 6,25% (ovvero 0,54) del capitale della società "obiettivo".

Si evidenzia anche una proprietà nella determinazione delle partecipazioni indirette. Nello schema precedente la società A detiene indirettamente il 25% nella società  $B_2$  (abbiamo quindi due livelli, con uno intermedio costituito da  $B_1$ ) e la società  $B_2$  detiene a sua volta indirettamente il 25% nella società  $B_4$  (anche qui abbiamo un livello intermedio costituito da  $B_3$ ).

Complessivamente abbiamo quindi quattro livelli, con tre livelli intermedi che separano A da  $B_4$  costituiti da  $B_1$ ,  $B_2$  e  $B_3$ . Quindi A detiene il 6,25% nella società  $B_4$ . In altri termini, essendo  $p_{A, B_2}$

**Figura 4**



la partecipazione indiretta di A nella società B<sub>2</sub>, posseduta attraverso la controllante B<sub>1</sub>, e p<sub>B2.B4</sub> la partecipazione indiretta della società B<sub>2</sub> nella società B<sub>4</sub>, posseduta attraverso la subholding B<sub>3</sub>, la quota di possesso di A in B<sub>4</sub> è data da:

$$P_{AB4} = P_{AB2} \cdot P_{B2B4}$$

$$6,25\% = 0,5^2 \cdot 0,5^2$$

Infatti:

$$P_{AB4} = (P_{AB1} \cdot P_{B1B2}) \cdot (P_{B2B3} \cdot P_{B3B4})$$

Per *quota di possesso integrato* di un azionista si intende invece la somma della quota di possesso diretto e della quota di possesso indiretto. Sempre con riferimento all'esempio precedente, se la società "A", oltre a detenere il 50% del capitale della società B<sub>1</sub>, detenesse anche il 20% della società B<sub>3</sub>, il suo grado di proprietà globale o integrata in B<sub>3</sub> sarebbe dato dalla somma della partecipazione indiretta in B<sub>3</sub> (cioè 12,5%) e della partecipazione diretta (cioè 20%), ovvero risulterebbe pari al 32,5%.

#### 4. La leva azionaria

Dalle considerazione svolte emerge con chiarezza che la verticalizzazione del gruppo permettere di separare la proprietà dal controllo, in modo da consentire agli azionisti di maggioranza di mantenere il predominio in assemblea senza dover effettuare investimenti eccessivi.

Quindi, come affermato, la forma gruppo è uno strumento ampiamente impiegato nei confronti della corporate governance di queste imprese, perché permette all'azionista di maggioranza di esercitare il controllo su un'entità molto grande riducendo il capitale impiegato.

Questo risultato può essere ottenuto attraverso il frazionamento delle minoranze in più società le quali, inevitabilmente, si presentano come interlocutori divisi tra loro, dato che ognuno ha una struttura di interessi differenziata.

Poiché il controllo è assicurato da un valore di azioni inferiore a quello che rappresenta le attività nette dell'azienda, è possibile ampliare l'area di influenza più che proporzionalmente rispetto all'impiego di risorse finanziarie.

La "leva azionaria" è il meccanismo che permette di conseguire questo risultato (11). L'indice che la misura, poiché valuta la separazione della proprietà dal controllo, è fondamentalmente dato dal capitale controllato per ogni unità di capitale impiegato.

$$\text{Leva azionaria (L)} = \frac{\text{capitale controllato}}{\text{capitale investito}}$$

Può però avere diverse costruzioni, a seconda del soggetto che si assume come "controllore" e del soggetto che si assume come "controllato" (12). Torniamo a considerare il caso teorico (Figura 5), ma non irrealistico, in cui ci sia un soggetto A che ha il 50% di una società B<sub>1</sub>, che ha il 50% di una società B<sub>2</sub> e così via, creando una catena di 5 società tutte controllate al 50%. Se supponiamo che ogni società valga 100, il capitale necessario per controllare queste società è pari a 50 per ogni società e quindi alla fine si ha un capitale necessario di 250 ( $\Sigma P_n$ ).

Come illustrato nella Figura 5, A acquista direttamente il 50% del capitale di B<sub>1</sub>, mentre l'altra parte del capitale, pari a 50, è acquistata dalle minoranze che, come tali, si pongono come "soci finanziatori". B<sub>1</sub> acquista il 50% del capitale di B<sub>2</sub>; il 50% di questo "acquisto" è di proprietà di A (quindi il 25% del capitale di B<sub>2</sub>), mentre l'altro 50% (quindi il 25% del capitale di B<sub>2</sub>) è di proprietà delle minoranze di B<sub>1</sub>. L'altro 50% del capitale di B<sub>2</sub> è di proprietà delle minoranze di B<sub>2</sub>. Estendendo questo ragionamento per tutte le controllate, ne deriva che, mentre il capitale nominale dell'aggregato è 600, quello effettivo è pari a 350, conferito per 100 dai soci di A e per 250 dalle minoranze delle cinque controllate (50 per ogni società).

Se si trattasse di una sola società in cui un “socio A” apporta 100, mentre gli altri apportano 250, il “socio A” non potrebbe essere identificato come socio di maggioranza assoluta e quindi avere un controllo di diritto.

Attraverso la stratificazione, invece, il capitale di controllo viene concentrato al vertice, mentre i restanti soci che apportano 250 vengono diluiti in cinque società. Sfruttando il meccanismo del gruppo, l’azionista A può diluire la sua quota di proprietà, e quindi i capitali impiegati, mantenendo il controllo su tutte le società. La leva azionaria che la capogruppo ha sulle imprese sottostanti (Figura 6), ovvero il capitale controllato per ogni unità di capitale investito, è data da:

Consideriamo adesso (Figura 7) un aumento di capitale che deve fare l’ultima società della catena  $B_5$  per 100, il quale viene sottoscritto per il 50% da  $B_4$  (suo azionista di controllo) e per il 50% dagli azionisti di minoranza. Per finanziare questo aumento di capitale  $B_4$  farà a suo volta un aumento di capitale di 50 che verrà sottoscritto per il 50% da  $B_3$  e per il 50% dagli azionisti di minoranza e così via, in modo tale che alla fine l’azionista A per finanziare un aumento di capitale di 100 della società  $B_5$  dovrà impegnare solo 3,125 (cioè,  $0,5 \cdot 0,5 \cdot 0,5 \cdot 0,5 \cdot 0,5$ ).

Quindi, in sintesi, se un aumento di

3,125 porta la capogruppo “A” a controllare nuove risorse per 100, ogni unità di capitale investita porta a controllare su  $B_5$  risorse per 32.

È questo il significato della leva azionaria: A investe 3,125, e tutto il resto sarà messo dagli azionisti di minoranza che partecipano ai vari livelli delle società coinvolte; in particolare, per arrivare ad un totale di nuove risorse pari a 100:

- le minoranze di  $B_5$  investiranno 50,
- le minoranze di  $B_4$  investiranno 25,
- le minoranze di  $B_3$  investiranno 12,5,
- le minoranze di  $B_2$  investiranno 6,25,
- le minoranze di  $B_1$  investiranno 3,125,

per un totale di 96,875;

- la società A, investirà quindi 3,125 con una leva di 32.

Si può inoltre osservare come questo meccanismo di scatole cinesi porti ad un aumento complessivo dei netti fittizi delle singole società del gruppo pari a 196,875, di cui:

- 100 investiti sotto forma di nuove risorse per la società  $B_5$ ;
- 96,875 investiti in partecipazioni tra le società del gruppo, e quindi nulli

**Figura 5**

A				A = 100
A = 50	A		Minoranze (m) B1	B <sub>1</sub> = 100
A = 25	A	mB1	Minoranze (m) B2	B <sub>2</sub> = 100
A = 12,5	A	mB1 mB2	Minoranze (m) B3	B <sub>3</sub> = 100
A = 6,25	A	mB1 mB2 mB3	Minoranze (m) B4	B <sub>4</sub> = 100
A = 3,125	A	mB1 mB2 mB3 mB4	Minoranze (m) B5	B <sub>5</sub> = 100

Figura 6

Controllata	Capitale controllato da A	Quota posseduta da A	Leva azionaria $L_{A \cdot B_1}$
B <sub>1</sub>	100	50	2
B <sub>2</sub>	100	25	4
B <sub>3</sub>	100	12,5	8
B <sub>4</sub>	100	6,25	16
B <sub>5</sub>	100	3,125	32

sotto il profilo di nuovi investimenti (andrebbero infatti eliminati qualora il gruppo fosse obbligato a redigere il bilancio consolidato).

Se l'azionista A non avesse costruito un meccanismo del genere, ma tutte le attività fossero state raggruppate in un'unica società B<sub>5</sub> (con capitale 250), di cui A possedesse il 50% (cioè 125), al primo aumento di capitale di B<sub>5</sub>, necessario per crescere, A avrebbe dovuto impegnare 50 per mantenere il controllo. Dall'esempio risulta chiaro che, in realtà, la leva azionaria così concepita non è altro che il reciproco della quota di possesso integrato.

Seguendo lo stesso principio è evidente come la società A, qualora avesse l'obiettivo di assumere il controllo della società B<sub>5</sub>, e per tale scalata fosse necessario un investimento di 100 nel capitale di B<sub>5</sub> potrebbe ridurre tale esborso a 3,125, avvalendosi di una serie di "scatole cinesi".

Come precedentemente osservato, quando si parla di "leva azionaria", è necessario specificare quale è il soggetto "controllore" e quale il soggetto "controllato". Si potrebbe allora configurare anche una leva azionaria della capogruppo sul gruppo nel suo insieme ( $L_G$ ):

$$L_G = \frac{N_{MIN.G} + N_{CAP}}{N_{CAP}} = \frac{N_{MIN.G}}{N_{CAP}} + 1$$

Tornando all'esempio precedente si può affermare che gli azionisti della capogruppo esercitano una leva pari a 350/100 sul gruppo, cioè 3,5. Cioè, per ogni euro investito essi arrivano a controllare oltre a quello stesso euro, anche

2,5 euro di proprietà delle minoranze. La leva così calcolata ha come riferimento "gli azionisti della capogruppo", i quali investono  $N_{CAP}$ , e controllano  $N_{MIN.G}$ .

Se invece gli azionisti della capogruppo non fossero riconducibili ad un soggetto unitario ma, anche lì, vi fosse un maggioranza che detiene in A una partecipazione pari a  $p_X$  e una minoranza che detiene  $(1 - p_X)$ , la maggioranza, che indichiamo con X, potrebbe determinare la propria leva nel seguente modo:

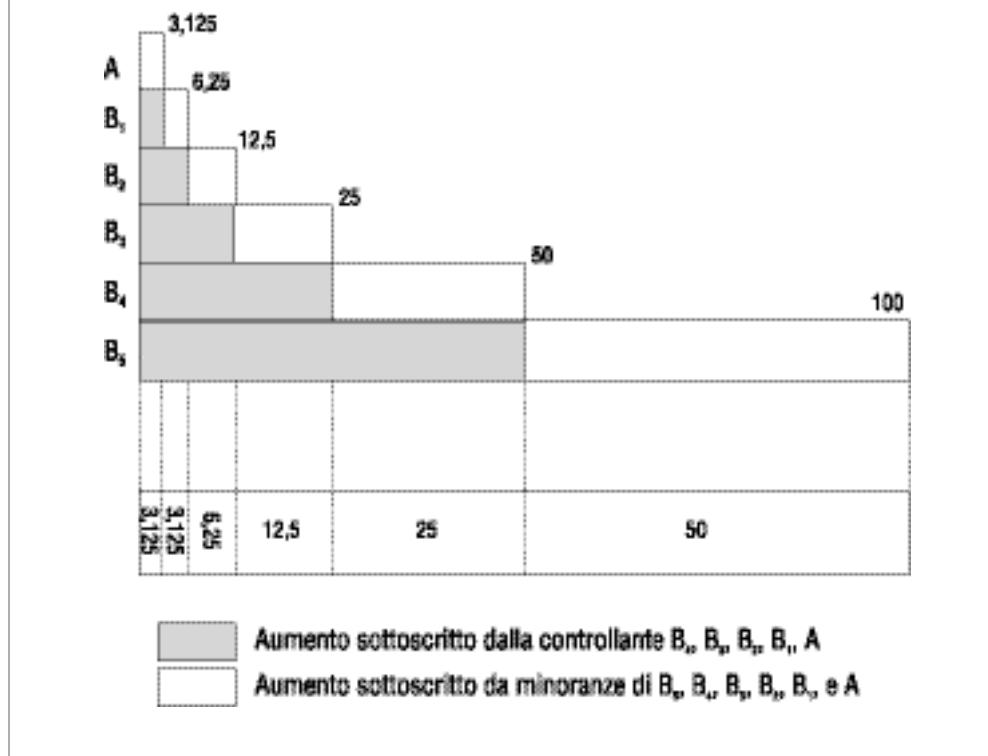
$$\begin{aligned} L_{X.G} &= \frac{N_{MIN.G} + N_{CAP}}{N_{X.CAP}} = \\ &= \frac{N_{MIN.G} + N_{CAP}}{p_X \cdot N_{CAP}} = \\ &= \frac{1}{p_X} \cdot \frac{N_{MIN.G} + N_{CAP}}{N_{CAP}} \end{aligned}$$

Dato che  $1/p_X$  rappresenta la leva che ha la maggioranza che domina la controllante sulla controllante stessa, cioè  $L_{X.A}$ ; e  $(N_{MIN.G} + N_{CAP}) / N_{CAP}$  rappresenta la leva di A sul gruppo cioè  $L_G$ ; abbiamo che:

$$(1) \quad L_{X.G} = L_{X.A} \cdot L_G$$

In sostanza è come se nel gruppo si producesse un ulteriore "strato". Esemplicando, sempre con riferimento al caso precedente, si supponga che A sia posseduta al 50% dall'azionista X che, grazie a questa partecipazione, la controlla. Invece dendo dunque 50, egli controlla, oltre alle proprie 50, non solo le minoranze del gruppo (pari a 250), ma anche la minoranza della stessa capogruppo A (pari a 50). La leva di questo azionista è dunque pari a 7 (cioè 350/50).

**Figura 7**



Tale leva può essere calcolata anche con la (1). L'azionista X ha infatti su A una propria leva di 2 (cioè 100/50), mentre, come precedentemente visto, la leva della capogruppo A (cioè  $L_G$ ) sul gruppo è pari a 3,5. Quindi:

$$L_{XA} = L_XA \cdot L_G \\ L_XA = 2 \cdot 3,5 = 7$$

## 5. La ritenzione di utili e l'autofinanziamento da dividendi interni

La struttura del gruppo, oltre ad avere importanti effetti sulla separazione tra proprietà e controllo, ha conseguenze di rilievo sulla dinamica di distribuzione dei dividendi. In particolare si può affermare che esiste una sorta di trade-off tra la verticalizzazione del gruppo (e quindi la separazione tra proprietà e controllo) e il flusso di dividendi che dalla base dell'aggregato risale le singole società per raggiungere gli azionisti della capogruppo.

In definitiva, il flusso di dividendi percepito dalla capogruppo (cash-flow right) appare dipendere essenzialmente dalla quota di possesso integrato che questa

ha nelle singole società dell'aggregato. Ciascun livello, infatti, oltre ad operare una sorta di "filtro" trattenendo a riserva parte degli utili realizzati a livello inferiore, inevitabilmente "reinveste" nella società che la controlla (e nella misura in cui la controlla) i propri dividendi.

La problematica può essere ulteriormente approfondita nei modi e nei tempi se prendiamo in esame come avviene la destinazione dell'utile da parte delle singole società del gruppo (Figura 8). Ciascuna impresa, infatti, accantona a riserva, sulla base di obblighi o esigenze vari, una parte dei propri utili in una misura pari a Ris / Utile (plowback ratio).

Ne consegue che solo una parte degli utili, pari a  $\text{div} = \text{Div} / \text{Utile}$  (payout ratio) viene effettivamente distribuita al livello superiore. Se prendiamo in esame l'impresa B<sub>2</sub> e ipotizziamo che questa consegua nell'anno "n" un utile  $U^0$ , questo (prescindendo dall'impostazione fi-scale) verrà assegnato all'impresa B<sub>1</sub> solo l'anno successivo (n+1), nella misura di:

$$\text{div}_{B2} \cdot p_{B1,B2} \cdot U^0_{B2}$$

Poniamo che l'impresa  $B_1$  non abbia altri proventi eccetto i dividendi ricevuti da  $B_2$ ; questa a sua volta distribuirà l'anno successivo ( $n+2$ ) alla capogruppo  $A$  dividendi per:

$$(div_{B2} \cdot p_{B1,B2} \cdot U_{B2}^0) \cdot div_{B1} \cdot p_{A,B1}$$

Quelli stessi utili saranno quindi distribuiti da  $A$  ai propri soci solo l'anno  $n+3$  nella misura di:

$$[(div_{B2} \cdot p_{B1,B2} \cdot U_{B2}^0) \cdot div_{B1} \cdot p_{A,B1}] \cdot div_A$$

Ovvero:

$$U_{B2}^0 \cdot p_{A,B2} \cdot \prod_{B2-A} div$$

Poniamo, ad esempio, che  $B_2$  consegua un utile di 100: se è partecipata al 60% da  $B_1$  ed ha un payout ratio del 90%, assegnerà a  $B_1$  un dividendo di 54. Se anche  $B_1$  è partecipata al 60% da  $A$  e anch'essa ha un payout ratio del 90%, assegnerà ad  $A$  un dividendo di 29,16.

Quindi, mentre la quota di possesso integrata della capogruppo  $A$  su  $B_2$  è del 36%, percepirà sotto forma di dividendi solo 29,16 e con due anni di ritardo. Se anche  $A$  ha un payout del 90%, ai suoi azionisti arriveranno solo 26,244 dopo tre anni:

$$100 \cdot 0,9^3 \cdot 0,36 = 26,244$$

Più in generale si può affermare che, poiché  $div \leq 1$ , quanto più gli utili sono localizzati in basso lungo la catena del controllo, tanto più è difficile farli risalire verso gli azionisti della controllante. Questo ha un duplice effetto:

- *autofinanziamento da dividendi*, in relazione agli utili, si possono infatti configurare due tipologie di autofinanziamento, una derivante dal normale accantonamento a riserva, l'altra, propria dei gruppi, derivante dal

pagamento dei dividendi alle controllanti di ciascun livello, i quali, inevitabilmente, rimangono reinvestiti nella combinazione. In particolare quest'ultima forma di autofinanziamento si differenzia dalla precedente in quanto assume le caratteristiche, anziché di una "grandezza stock", di una "grandezza flusso". La misura dell'autofinanziamento è infatti data dal flusso di dividendi che risale verso la controllante in un dato istante;

- *corporate discount*, ovvero un tendenziale minor valore in termini di capitalizzazione di borsa della holding rispetto alla somma delle capitalizzazioni delle controllate (13). Tra le tante cause di tale fenomeno, spiccano proprio la separazione tra possesso e controllo determinata dai legami di tipo azionario tra le imprese, ai differenti livelli del gruppo, e la conseguente difficoltà di "far risalire" i dividendi verso la capogruppo.

## 6. Conclusioni

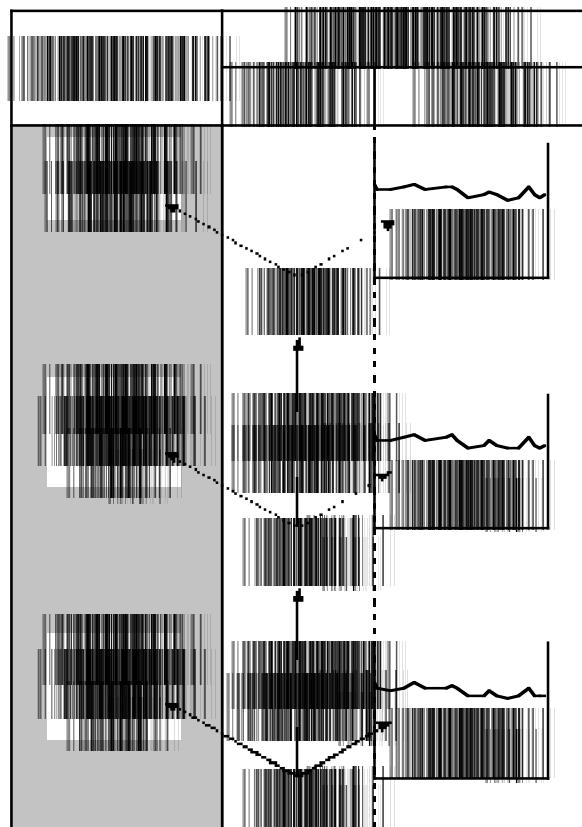
La verticalizzazione dei gruppi rappresenta un tecnica di indubbia efficacia per separare la proprietà dal controllo. Come abbiamo avuto modo di osservare, questa struttura presenta però pregi e difetti per l'economia dell'aggregato.

Tra i primi possiamo identificare, oltre ad una serie di vantaggi operativi, una maggiore capacità di autofinanziamento dei gruppi verticalizzati rispetto alle aziende divise.

Tra i secondi possiamo sicuramente citare la difficoltà, in assenza di opportune politiche di transazioni interne, di far giungere i profitti dalle società operative fino al vertice. E questo, comportando una tendenziale riduzione dei cash-flow right a livello di capogruppo, a sua volta penalizza le holding in termini di corporate discount.

## Note

**Figura 8**



(\*) Professore Associato di Economia aziendale, Università di Firenze

1) Aa.Vv., *Assetti proprietari e mercato delle imprese. Proprietà, modelli di controllo e riallocazione nelle imprese industriali italiane*, Il Mulino, Bologna, 1994; Balconi M., Moisello A., Mutinelli M., *La fine della polarizzazione: le caratteristiche e la crescita dei gruppi medi italiani*, in "Economia e Politica Industriale", n. 97/1998, pp. 25-77; Barbutta G.P., Piga C., Vivarelli M., *Il fenomeno dei gruppi di imprese in Italia*, in Quaderni di Politica Industriale, Mediocredito Centrale, 1996; Brioschi F., Buzzacchi L., Colombo M.G., *Gruppi di imprese e mercato finanziario. La struttura di potere nell'industria italiana*, La Nuova Italia Scientifica, Roma, 1990; Cannari L., Gola C., *La diffusione dei gruppi industriali in Italia*, in AA.VV., *I gruppi di*

società, Giuffrè, Milano, 1996.

- 2) Terzani S., *Il Bilancio consolidato*, Cedam, Padova, 1992.
- 3) Consob, *Relazione per l'anno 2000*, Roma, 2001.
- 4) Faccardi E., *Le partecipazioni reciproche nelle società quotate*, in [www.Magistra.it](http://www.Magistra.it), giugno 2002.
- 5) Cecchi M., *La Procedura di consolidamento*, F. Angeli, Milano, 2001.
- 6) Si ricorda, infatti, che L'articolo 27 del D.Lgs. 127/91 esonera dall'obbligo di redigere il bilancio consolidato i gruppi che, complessivamente, per due anni consecutivi non abbiano superato due dei seguenti tre limiti:
  - 12.500.000 euro di capitale investito,

- 25.000.000 euro di ricavi,
- 250 dipendenti occupati in media durante l'esercizio.

Inoltre, come recentemente disposto dal Testo Unico sull'intermediazione finanziaria, tali gruppi non devono comunque essere quotati (art. 117 D.Lgs. 58/98).

7) Aa.Vv., *Assetti proprietari*, op. cit.; Balconi, Moisello, Mutinelli, *Crescita dei gruppi medi italiani*, op. cit.; Barbetta, Piga, Vivarelli, *Gruppi di imprese in Italia*, op. cit.; Brioschi, Buzzacchi, Colombo, *Struttura di potere nell'industria italiana*, op. cit.; Cannari, Gola, *Diffusione dei gruppi industriali in Italia*, op. cit.; Iannuzzi E. *I gruppi di imprese minori*, in "Rassegna Economica", 4/1996; Nomisma, *Solidità organizzativa e posizionamento competitivo dei gruppi industriali di piccole e medie dimensioni*, Sassatelli M. ed. 1999.

8) Buzzacchi L., Colombo M., *Gruppi di imprese e proprietà*, in "Politica Economica", 2/1994.

9) Cfr. Barca F., Casavola P., Perassi M., *Controllo e gruppo: natura economica e tutela giuridica*, Banca d'Italia, Temi di discussione, n. 201/1993; Reboa M., *Proprietà e controllo di impresa*, Giuffrè, Milano, 2002.

10) Generalmente è sufficiente una partecipazione al capitale sociale pari ad almeno il 50% + 1 voto per ottenere il controllo, anche se a volte, definendo il controllo sull'impresa come il potere di controllo ed indirizzo della gestione, è sufficiente una partecipazione di maggioranza relativa. In questo secondo caso, per esercitare il controllo è necessa-

rio disporre dei mezzi e avere la capacità e l'intenzione di fare attuare le direttive generali concernenti le scelte industriali, commerciali e finanziarie. Nel nostro ordinamento ci sono alcune norme che favoriscono questo obiettivo. L'esistenza di azioni privilegiate e di risparmio hanno limitazioni al diritto di voto, il che consente di ridurre la soglia minima di diritti di voto e di agevolare il controllo delle assemblee. La possibilità di acquisire deleghe di voto o ulteriori diritti di voto con la stipula di contratti di pegno, usufrutto o riporto permette ad un soggetto di ampliare la percentuale di voti da lui controllati. Infine i cosiddetti patti sindacali, che rappresentano intese collusive tra azionisti di minoranza, permettono di raggiungere il controllo dell'impresa. Si veda: Barca F., Casavola P., Perassi M., *Controllo e gruppo*, op. cit.

11) Giaccari F., *Dimensioni e Controllo nei gruppi aziendali*, Cacucci, Bari, 2003.

12) All'interno dei principali gruppi italiani ci sono soggetti che hanno sfruttato moltissimo questo meccanismo. L'utilizzo del gruppo piramidale con questa funzione di separazione tra proprietà e controllo è quindi una delle altre caratteristiche fondamentali del modello di controllo italiano. Questo modello di controllo che privilegia gli azionisti di controllo è ulteriormente rafforzato da una serie di altri strumenti che sono consentiti o tollerati dalla normativa. Il primo e più banale è quello di avere azioni senza diritto di voto. Il meccanismo del gruppo è estremamente amplificato dal fatto che le varie società possono emettere anche azioni senza voto. Se consideriamo che una

*società può emettere fino al 50% di azioni di risparmio senza diritto di voto, in realtà la quota di capitale che l'azionista di controllo deve detenere per avere il controllo è il 26% delle azioni con diritto di voto.*

13) *Per un approfondito esame del corporate discount, si veda: Tamarowski C., Il corporate discount nella valutazione dei gruppi: inquadramento teorico e problemi di misurazione in Italia, in "Finanza marketing e produzione", n. 15, 1997.*