



I GRUPPI AZIENDALI COME MOLTIPLICATORE DELLA CAPACITA' DI CONTROLLO

Prof. Ugo Lassini



La moltiplicazione della capacità di controllo

Il gruppo, inteso come “tecnica finanziaria il cui scopo consiste nell’assicurare col più piccolo capitale possibile il controllo sul più grande possibile capitale altrui”, è tanto più efficace se.

- è composto da società controllate a cascata;
- più società del gruppo sono quotate;
- le società fanno ricorso all’indebitamento e all’emissione di azioni con diritto di voto limitato;
- vengono create delle partecipazioni incrociate;
- l’azionista di controllo è in grado di controllare l’impresa con una quota inferiore al 51%.



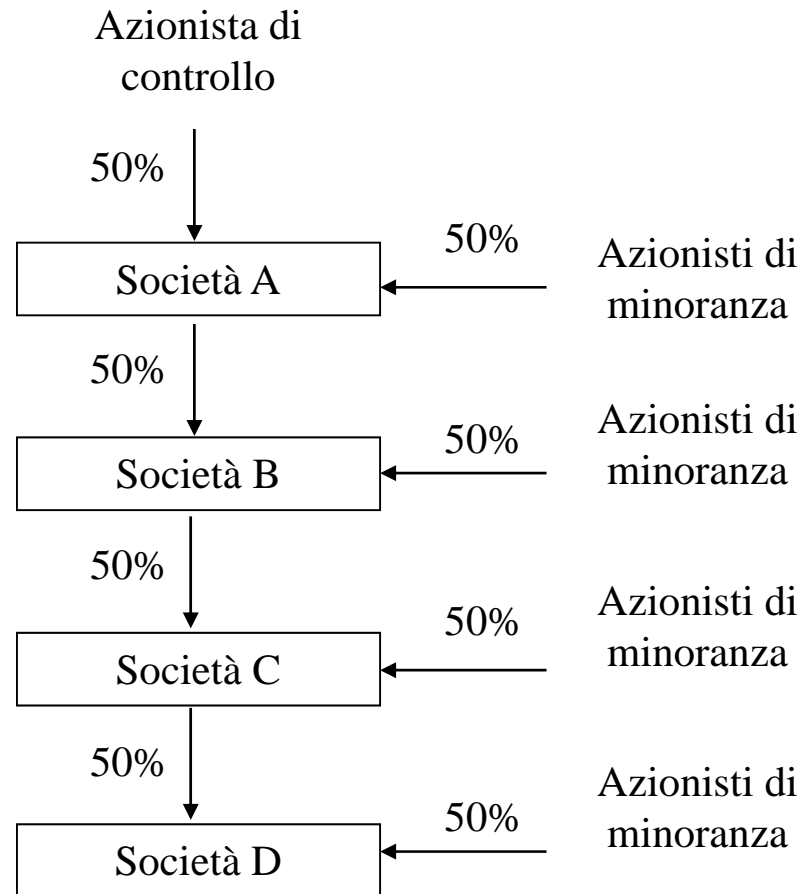
La leva azionaria come moltiplicatore del capitale controllato

Si consideri la seguente situazione in cui:

- l'azionista di controllo possiede il 50% della società A (capogruppo);
- la società A possiede il 50% della società B (finanziaria di partecipazione che vanta tra le proprie attività solo la partecipazione in C);
- la società B controlla il 50% della società C (finanziaria di partecipazione che vanta tra le proprie attività solo la partecipazione in D);
- la società C controlla il 50% della società D (società operativa) che possiede attività reali nette per un valore pari a 1.000 euro;
- il restante 50% delle società A, B, C, D è posseduto da azionisti di minoranza (che possiamo anche indicare con il termine di “mercato”).



La struttura societaria di un gruppo piramidale





La leva azionaria: azioni ordinarie

Società	Capitale sociale totale	Quota azioni ordinarie dell'azionista di controllo	Quota azioni ordinarie di altri azionisti	Risorse finanziarie reali (r.f.r.) apportate ad ogni livello ^{a)}	% delle r.f.r. apportate dall'azionista di controllo ^{b)}
A	133	68	65	133	51,12
B	260	133	127	127	26,15
C	510	260	250	250	13,33
D	1.000	510	490	490	6,80
<i>TOTALE</i>	<i>1.903</i>	<i>971</i>	<i>932</i>	<i>1.000</i>	



La leva azionaria: azioni ordinarie

Consolidato			
Attività reali	1.000	D	0
		A.R.	0
		A.O. az.	932
		min.	
		A.O. gruppo	68
Totale	1.000	Totale	1.000

Se si procedesse alla riunificazione delle attività reali all'interno della stessa società, ci si troverebbe di fronte ad un'impresa finanziata per 68 euro dalle azioni ordinarie possedute dall'azionista di controllo e per 932 euro da azioni ordinarie possedute dagli azionisti di minoranza.



La leva azionaria: azioni ordinarie

Società D				Società C			
Attività reali	1.000	D	0	Partecip. D	510	D	0
		A.R.	0			A.R.	0
		A.O. az.	490			A.O. az.	250
		min.				min.	
		A.O. gruppo	510			A.O. gruppo	260
Totale	1.000	Totale	1.000	Totale	510	Totale	510
Società B				Società A			
Partecip. C	260	D	0	Partecip. B	133	D	0
		A.R.	0			A.R.	0
		A.O. az.	127			A.O. az.	65
		min.				min.	
		A.O. gruppo	133			A.O. gruppo	68
Totale	260	Totale	260	Totale	133	Totale	133



La leva azionaria: azioni ordinarie e di risparmio

Società	Capitale sociale totale (ordinario + risparmio)	Quota azioni ordinarie dell'azionista di controllo	Quota azioni ordinarie di altri azionisti	Azioni di risparmio	Risorse finanziarie reali (r.f.r.) apportate ad ogni livello ^{a)}	% delle r.f.r. apportate dall'azionista di controllo ^{b)}
A	18	5	4	9	18	27,77
B	70	18	17	35	52	7,14
C	260	70	60	130	190	1,92
D	1.000	260	240	500	740	0,50
TOTALE	1.348	353	321	674	1.000	



La leva azionaria: azioni ordinarie e di risparmio

Società D				Società C			
Attività reali	1.000	D	0	Partecip. D	260	D	0
		A.R.	500			A.R.	130
		A.O. az.	240			A.O. az.	60
		min.				min.	
		A.O. gruppo	260			A.O. gruppo	70
Totale	1.000	Totale	1.000	Totale	260	Totale	260

Società B				Società A			
Partecip. C	70	D	0	Partecip. B	18	D	0
		A.R.	35			A.R.	9
		A.O. az.	17			A.O. az.	4
		min.				min.	
		A.O. gruppo	18			A.O. gruppo	5
Totale	70	Totale	70	Totale	18	Totale	18



La leva azionaria: azioni ordinarie e di risparmio

Consolidato			
Attività reali	1.000	D	0
		A.R.	674
		A.O. az.	321
		min.	
		A.O. gruppo	5
Totale	1.000	Totale	1.000

Se si procedesse alla riunificazione delle attività reali all'interno della stessa società, ci si troverebbe di fronte ad un'impresa finanziata per 674 euro tramite l'emissione di azioni di risparmio e per 326 euro da azioni ordinarie (per un valore pari a solo 5 euro in mano all'azionista di controllo).



La leva azionaria: azioni ordinarie, azioni di risparmio e debito

Società	Capitale sociale totale (ordinario + risparmio)	Quota azioni ordinarie dell'azionista di controllo	Quota azioni ordinarie di altri azionisti	Azioni di risparmio	Capitale di debito	Risorse finanziarie reali (r.f.r.) apportate ad ogni livello ^{a)}	% delle r.f.r. apportate dall'azionista di controllo ^{b)}
A	2	1	0	1	1	3	33,3
B	9	3	2	4	8	14	5,88
C	64	17	15	32	64	111	0,78
D	500	128	122	250	500	872	0,10
TOTALE	575	149	139	287	573	1.000	



La leva azionaria: azioni ordinarie, azioni di risparmio e debito

Consolidato			
Attività reali	1.000	D	573
		A.R.	287
		A.O. az.	139
		min.	
		A.O.	1
		gruppo	
Totale	1.000	Totale	1.000

Se il gruppo gestisse le medesime attività sotto un'unica entità giuridica, questa sarebbe finanziata per 573 euro da capitale di debito, 287 euro da azioni di risparmio, 140 euro da azioni ordinarie (per un valore pari solo ad un euro in possesso dell'azionista di controllo).



La leva azionaria: azioni ordinarie, azioni di risparmio e debito

Società D				Società C			
Attività reali	1.000	D	500	Partecip. D	128	D	64
		A.R.	250			A.R.	32
		A.O. az. min.	122			A.O. az. min.	15
		A.O. gruppo	128			A.O. gruppo	17
Totale	1.000	Totale	1.000	Totale	128	Totale	128
Società B				Società A			
Partecip. C	17	D	8	Partecip. B	3	D	1
		A.R.	4			A.R.	1
		A.O. az. min.	2			A.O. az. min.	0
		A.O. gruppo	3			A.O. gruppo	1
Totale	17	Totale	17	Totale	3	Totale	3



La modifica della ripartizione del risultato reddituale

Si consideri un gruppo con le seguenti caratteristiche:

- è composto da quattro società, una operativa e tre società finanziarie, che si controllano a cascata con partecipazioni pari al 50% del capitale;
- la società operativa controlla attività reali del valore di 2.000.000 euro;
- ogni società è finanziata per il 50% da capitale di prestito e per il 50% da capitale di rischio, composto esclusivamente da azioni ordinarie;
- il costo del capitale di prestito è pari al 10% all'anno;
- la redditività del capitale investito della società operativa può variare tra il 5% e il 20%;
- gli utili conseguiti dalle società vengono distribuiti integralmente;
- non esistono imposte sul reddito prodotto.



Gli indici di redditività

$$\begin{array}{c} \text{RO} / \text{CI} = \text{ROI} \\ | \quad | \\ \text{OF} / \text{MT} = \text{Costo dei} \\ | \quad | \quad \text{mezzi di terzi} \\ \text{Comp. Straord.} \\ | \\ \text{Imposte} \\ | \\ \text{RN} / \text{MP} = \text{ROE} \end{array}$$

Il **ROE** è frutto del **livello di coerenza** tra gli elementi della **formula imprenditoriale (ROI)** e della **capacità dell'impresa di far "fruttare" il capitale preso a prestito a un tasso superiore al costo del debito.**

$$\text{ROE} = \text{ROI} (1-t) + \underbrace{[\text{ROI} - (\text{OF}/\text{MT})(1-t)]}_{\text{Leva finanziaria}} \times (\text{MT}/\text{MP})$$

Leva finanziaria

Rischio finanziario



L'effetto leva finanziaria: un esempio

	azienda A	azienda B	azienda C
Capitale investito	10.000	10.000	10.000
- mezzi di terzi	2.000	5.000	8.000
- mezzi propri	8.000	5.000	2.000
Reddito operativo	1.100	1.100	1.100
ROI	11%	11%	11%
OF/MT	10%	10%	10%
Oneri finanziari	200	500	800
Reddito netto	900	600	300
ROE	11,25%	12%	15%

Il debito crea ricchezza grazie alla capacità dell'impresa di impiegare internamente il capitale raccolto a rendimenti superiori al costo del debito medesimo.

L'effetto di "leva finanziaria" è positivo se e solo se è positiva la differenza (*spread*) tra ROI e OF/MT ed è tanto maggiore quanto più elevato il rapporto tra mezzi di terzi e mezzi propri.



L'effetto del leverage multiplo sul risultato reddituale

Struttura finanziaria		Rendimento del capitale investito della società operativa			
		5%	10%	15%	20%
<i>Società operativa</i>					
Debito	1.000.000	100.000	100.000	100.000	100.000
Azioni	1.000.000	0	100.000	200.000	300.000
Capitale investito	2.000.000	100.000	200.000	300.000	400.000
<i> Holding di 1° livello</i>					
Debito	250.000	25.000	25.000	25.000	25.000
Azioni	250.000	-25.000	25.000	75.000	125.000
Capitale investito	500.000	0	50.000	100.000	150.000
<i> Holding di 2° livello</i>					
Debito	62.500	6.250	6.250	6.250	6.250
Azioni	62.500	-18.750	6.250	31.250	56.250
Capitale investito	125.000	-12.500	12.500	37.500	62.500
<i>Società capogruppo</i>					
Debito	15.625	1.563	1.563	1.563	1.563
Azioni	15.625	-10.938	1.563	14.063	26.563
Capitale investito	31.250	-9.375	3.125	15.625	28.125



L'effetto del leverage multiplo sul ROE

	Rendimento del capitale investito della società operativa			
	5%	10%	15%	20%
Società operativa	0%	10%	20%	30%
Holding 1° livello	-10%	10%	30%	50%
Holding 2° livello	-30%	10%	50%	90%
Società capogruppo	-70%	10%	90%	170%

Un sistema di società controllate a cascata, finanziate da debito e capitale di rischio, può consentire al gruppo di comando di modificare la variabilità del reddito delle varie società che compongono il gruppo.



La variabilità del reddito nel caso di fusione delle società

Struttura finanziaria		Rendimento del capitale investito			
		5%	10%	15%	20%
Debito	1.328.125	132.813	132.813	132.813	132.813
Azioni	671.875	-32.813	67.188	167.188	267.188
Capitale investito	2.000.000	100.000	200.000	300.000	400.000
ROE		-4,9%	10,0%	24,9%	39,8%

Se si procede alla fusione di tutte le società in un'unica entità giuridica si nota che:

- se il ROI è superiore al costo del debito, gli azionisti della società capogruppo avrebbero diritto ad un reddito inferiore;
- se il ROI è inferiore al costo del debito essi subirebbero una perdita minore;
- se il ROI è uguale al costo del debito non si avrebbe alcun cambiamento nella remunerazione dei soggetti coinvolti nel finanziamento del gruppo.



Risultato reddituale di pertinenza dell'azionista di maggioranza

	Rendimento del capitale investito della società operativa			
Reddito netto	5%	10%	15%	20%
Struttura di gruppo	-5468,75	781,25	7031,25	13281,25
Una sola società	-381,54	781,25	1944,04	3106,83

L'effetto leverage multiplo produce delle distorsioni nella ripartizione degli utili e delle perdite tra gli azionisti della capogruppo e gli azionisti di minoranza coinvolti nel finanziamento della società operativa e delle società finanziarie intermedie.

Tale risultato si verifica poiché mentre l'azionista di controllo partecipa solo alla capogruppo, e quindi sfrutta al massimo l'effetto leverage multiplo, gli azionisti di minoranza partecipano prevalentemente alle società finanziarie intermedie e alla società operativa.



La struttura proprietaria dei grandi gruppi italiani

Una ricerca ha ricostruito l'assetto proprietario delle imprese o dei gruppi di imprese:

- aventi sede legale in Italia;
- appartenenti a tutti i settori (escluso il credito, le assicurazioni e i servizi finanziari);
- con più di 100 dipendenti e 200 milioni di euro di fatturato nel 2000.

Ai fini dell'attribuzione della forma di controllo, per ciascuna impresa sono state considerate le persone e/o i soggetti giuridici che avevano il potere di nominare la maggioranza dei membri del consiglio di amministrazione della società al vertice del gruppo (c.d. controllo di voto).



La struttura proprietaria dei grandi gruppi italiani

	Numero gruppi	Fatturato totale	% sul totale	Dipendenti totali	% sul totale
Famigliare	188	203.958.615	38,7%	934.267	42,9%
Multinazionale estera	167	140.055.430	26,6%	330.030	15,1%
Stato	11	89.886.981	17,1%	518.904	23,8%
Public company	3	31.283.052	5,9%	129.671	6,0%
Ist. di credito o inv. istituzionali	3	15.468.962	2,9%	37.135	1,7%
Coalizione famigliare	23	13.503.211	2,6%	47.191	2,2%
Joint Venture	9	12.632.284	2,4%	50.376	2,3%
Coalizione mista	12	6.983.044	1,3%	57.637	2,6%
Cooperativa	19	6.306.968	1,2%	42.046	1,9%
Enti locali	4	2.256.268	0,4%	14.382	0,7%
Consorzio	3	889.033	0,2%	1.245	0,1%
Altro	3	1.598.484	0,3%	9.142	0,4%
Non classificabili	7	2.175.818	0,4%	6.809	0,3%
Totale	452	526.998.150	100,0%	2.178.835	100,0%

Tra i grandi gruppi italiani prevale un assetto proprietario concentrato con un azionista dominante rappresentato da una famiglia, una multinazionale estera e lo Stato.



La struttura proprietaria dei grandi gruppi italiani

Le famiglie proprietarie che sono a capo dei grandi gruppi italiani privati hanno nel passato fatto ricorso ad alcuni strumenti legali che hanno consentito loro di coinvolgere un elevato numero di azionisti di minoranza nell'azionariato delle società che appartengono al gruppo.

Gli strumenti che consentono di separare la proprietà dal controllo di un'impresa sono:

- a) la creazione di società controllate a cascata;
- b) la quotazione delle azioni di molte società sul mercato di borsa;
- c) l'emissione di azioni prive o con limitato diritto di voto;
- d) un elevato ricorso all'indebitamento;
- e) la creazione di legami azionari con altri gruppi.

Tutte queste variabili sono strettamente collegate tra di loro e hanno l'obiettivo di consentire al principale azionista di un gruppo aziendale di mantenere il controllo su attività economiche di vaste dimensioni.



La creazione di società controllate a cascata

I gruppi italiani di grandi dimensioni sono caratterizzati da una struttura piramidale di società controllate a cascata al vertice delle quali si trova una holding, che costituisce il centro direttivo di tutte le attività economiche governate dal gruppo.

Nei gruppi di più grandi dimensioni, fra la capogruppo e le società operative si frappono una serie di subholding e di finanziarie di partecipazione create per coordinare le attività del gruppo e, se quotate, per coinvolgere altri azionisti nel finanziamento delle attività economiche controllate.

I grandi gruppi privati italiani si differenziano da quelli degli altri Paesi per il fatto di costituire, ai primi livelli successivi alla capogruppo o alla società cassaforte, delle società finanziarie di partecipazione con titoli quotati che hanno l'obiettivo di fare partecipare altri soci al finanziamento delle attività economiche governate dal gruppo. Tali società finanziarie sono costituite, o acquisite, prevalentemente per sfruttare il meccanismo della leva azionaria.



La quotazione di molte imprese del gruppo

Durante i passati decenni, e in particolare durante i cicli positivi del mercato azionario italiano, i più grandi gruppi privati hanno portato alla quotazione molte società controllate.

La quotazione di queste aziende ha per la famiglia proprietaria due effetti benefici dal punto di vista finanziario:

- un flusso immediato di risorse finanziarie conseguente alla cessione di un consistente pacchetto di azioni;
- la possibilità di raccogliere fondi negli anni successivi sia tramite la cessione di azioni della società quotata non necessarie ai fini del mantenimento del controllo, sia mediante incrementi di capitale dell'azienda stessa.

Il trend degli ultimi anni indica, tuttavia, una tendenza verso la semplificazione delle strutture societarie delle società quotate tramite operazioni di OPA e successiva de-listing delle società controllate.



La quotazione di molte imprese del gruppo

	End 1980		End 1987		End 1996		End 2004	
	Value	%	Value	%	Value	%	Value	%
Gross capitalisation regarding:								
- first group	3,328	26.0	15,447	20.3	49,927	25.0	95,419	16.7
- first three groups	5,932	46.4	39,838	52.5	103,524	51.9	230,070	40.4
- first five groups	7,647	59.9	54,280	71.6	128,191	64.2	297,386	52.2
- first ten groups	9,935	77.8	63,057	83.2	153,298	76.8	384,949	67.6

Il peso della capitalizzazione di borsa dei grandi gruppi italiani sulla capitalizzazione dell'intero mercato è rimasta molto alta e stabile per lungo tempo, per poi ridursi notevolmente nel corso dell'ultimo decennio.



L'emissione di azioni prive del diritto di voto

Un altro strumento legale utilizzato dalle famiglie proprietarie per raccogliere risorse finanziarie senza perdere il controllo dell'impresa è rappresentato dall'emissione di azioni prive o con limitato diritto di voto.

Questo strumento è utilizzato quasi esclusivamente da imprese con titoli quotati sul mercato di borsa, sia perché la maggiore liquidabilità che caratterizza tali titoli li rende maggiormente appetibili per i risparmiatori, sia perché solo le società quotate possono emettere azioni prive del diritto di voto.

Negli anni passati molti gruppi hanno approfittato di questa opportunità, ma recentemente il peso di queste categorie di azioni sta diminuendo poiché questa tecnica sembra non soddisfare completamente gli interessi degli azionisti che controllano il gruppo, a causa del più alto livello di dividendi che si deve ad esse corrispondere in seguito alla limitazione o alla eliminazione del potere di voto, e degli azionisti esterni di minoranza, a causa del fatto che il valore di queste azioni è molto inferiore a quello delle azioni con diritto di voto pieno.



L'emissione di azioni prive del diritto di voto

	<i>End 1979</i>		<i>End 1988</i>		<i>End of June 1997</i>		<i>End of June 2004</i>	
	<i>Value</i>	<i>%</i>	<i>Value</i>	<i>%</i>	<i>Value</i>	<i>%</i>	<i>Value</i>	<i>%</i>
Common shares	3,871	95.8	15,561	78.4	50,323	89.0	94,233	92.7
Preferred and saving shares	169	4.2	4,289	21.6	6,228	11.0	7,402	7.3
Total	4,041	100.0	19,850	100.0	56,552	100.0	101,635	100.0

Il peso delle azioni privilegiate e di risparmio sul totale delle azioni emesse dalle società quotate è aumentato nel corso degli anni '80 ed è diminuito drasticamente nei decenni successivi.



Il rapporto di indebitamento

I grandi gruppi privati italiani hanno fatto un largo ricorso all'indebitamento, soprattutto nei momenti in cui era importante crescere per rimanere competitivi e il soggetto controllante non disponeva delle risorse finanziarie necessarie a coprire pro quota tali investimenti.

La presenza di un elevato rapporto di indebitamento può essere anche spiegata da ragioni fiscali, poiché gli interessi passivi sono deducibili dalle imposte mentre gli utili sono pienamente tassati; per questo motivo non è improbabile che talvolta gli stessi azionisti abbiano finanziato gli investimenti delle società controllate mediante l'immissione di capitale di debito.

Poiché una struttura finanziaria con un elevato rapporto di indebitamento è molto fragile, specialmente quando anche le società di partecipazione (che ricevono flussi di reddito sotto forma di dividendi) sono molto indebitate, nei decenni passati numerosi gruppi privati hanno dovuto affrontare gravi problemi di liquidità e di solidità che li hanno portati a vendere alcuni rami aziendali pur di mantenere il controllo degli altri business.



Le partecipazioni azionarie reciproche

I più grandi gruppi che compongono il sistema economico italiano sono fra loro collegati da una ragnatela di partecipazioni azionarie, monodirezionali e reciproche.

Le partecipazioni sono caratterizzate da continui aggiustamenti che sembrano essere governati dalla volontà di contribuire alla stabilizzazione del controllo di un determinato gruppo nelle mani dell'azionista di maggioranza:

- 1) la quasi totalità dei legami azionari tra gruppi è costituito da investimenti in azioni ordinarie (o di risparmio convertibili in azioni ordinarie);
- 2) gli azionisti di subholding in cui la famiglia proprietaria consegue una partecipazione di maggioranza assoluta sono cedute per acquistare azioni delle società al vertice del gruppo in cui l'azionista di controllo detiene meno del 51% delle azioni che concedono il diritto di voto in assemblea;
- 3) l'alleanza finanziaria fra azionisti di maggioranza e azionisti di minoranza tende a formalizzarsi in patti parasociali (c.d. sindacati di voto e di blocco).