

Impresa multidivisionale o gruppo: una scelta non solo organizzativa

Claudio Dematté

EDITORIALE

1. Premessa

Fra le scelte importanti che la proprietà ed il management prima o poi si trovano di fronte c'è quella della configurazione societaria da dare all'attività svolta. Questa scelta riguarda anzitutto il tipo di società da adottare, se s.r.l., s.p.a. o altra forma. Ma ben presto, con l'espansione dell'attività, si presenta anche la necessità di scegliere se sviluppare le nuove attività all'interno dello stesso veicolo giuridico o se collocarle in società nuove. In quest'ultimo caso si pone di nuovo il problema del tipo di società da adottare, ma occorre anche decidere a chi esse devono fare capo: se direttamente ai soci, oppure alla prima società, oppure ad altra costituita allo scopo con il ruolo di capogruppo delle nuove iniziative. Anche quando le attività nuove nascono in seno alla società iniziale, ad un certo punto può presentarsi l'interrogativo se convenga continuare a mantenerle all'interno o se non sia più opportuno scorporarle per dare loro forma giuridica distinta. In questo caso occorre decidere se procedere ad un distacco totale, ad esempio con la tecnica della scissione, rescindendo ogni legame azionario fra le parti per farle dipendere direttamente dagli azionisti – come nel caso recente di scissione della Autogrill dalla SME – oppure se fare dipendere le nuove società dalla società madre che le hailiate.

Alle volte il problema societario si pone a rovescio, da parte di chi ha sviluppato le sue iniziative imprenditoriali in forma multisocietaria, per la necessità o l'opportunità di riordinare l'insieme e ridurne la complessità gestionale raggruppando le varie società in una sola persona giuridica, eventualmente multidivisionale dal punto di vista organizzativo, o comunque raggruppandole a grappoli in un numero inferiore di società.

A dire il vero, il problema della scelta dei veicoli societari si pone o dovrebbe porsi *ab initio*, in capo alla famiglia dell'imprenditore, sia come modo per disporre in un modo o nell'altro i beni familiari (per tenere i diversi cespiti uniti o distinti in funzione anche di una migliore gestione dei processi successivi) sia per organizzare la

presenza imprenditoriale ove si preveda che si manifesti in diverse direzioni (in questo caso occorre valutare l'opportunità di avere delle società capogruppo a cui attribuire il ruolo che è implicito nell'espressione).

Questo tipo di scelte – sulla struttura societaria da adottare – sono dettate da diverse considerazioni: in teoria dovrebbero partire da riflessioni sul disegno strategico e da valutazioni di tipo organizzativo, per aggiungervi poi altre considerazioni. Più spesso sono invece originate e determinate da considerazioni di tipo finanziario e fiscale, oppure da motivazioni di altra natura, e sono decise sulla base predominante o esclusiva delle valutazioni degli esperti di diritto societario e fiscale. In questi casi il management al quale spetta poi la funzione di governo si trova a dovere gestire le attività loro assegnate con i problemi di gestione propri e specifici di queste, ma anche con quelli che derivano dal tipo di configurazione societaria che è stata adottata.

In particolare, quando per svolgere un complesso di attività si sceglie la forma del gruppo, sorgono particolari problemi di gestione, che meritano di essere affrontati con una visione congiunta nella quale si fondono le considerazioni di tipo strettamente manageriali con quelle giuridiche. È su questo problema che si vuole puntare l'attenzione in queste pagine. Lo si fa anche perché in Italia, quando un imprenditore diversifica la sua attività, tende più che altrove ad adottare il modello del gruppo, preferendolo di gran lunga alla forma dell'impresa monosocietaria multidivisionale. Da noi la forma del gruppo viene adottata perfino per l'espletamento di una singola attività, che spesso viene suddivisa nelle sue varie fasi e componenti alle quali viene data veste giuridica distinta.

Come si vedrà, la scelta del gruppo va incontro a diverse esigenze, alcune fondate ed altre discutibili. Ma una volta adottata, pone al management dei problemi di gestione particolari, sui quali occorre riflettere per evitare da un lato sottovalutazioni dei vincoli giuridici e dei rischi penali e civili che ne conseguono, e dall'altro le complicazioni che insorgono nella gestione unitaria quando questa debba essere incisiva e sen-

za frizioni di alcun genere.

I problemi in questione scaturiscono dal fatto che il quadro normativo che regola i gruppi e le relazioni al loro interno in Italia è tutt'altro che soddisfacente. In particolare è circondata da molti vincoli, da diversi rischi e da molte incertezze l'attività di direzione e di coordinamento svolta dalla capogruppo, così come la gestione delle società controllate, ove queste siano società a responsabilità limitata ed accettino di sottoporsi alla direzione unitaria. Come recitano due eminenti giuristi, quali Ferro-Luzzi e Marchetti, "la realtà economica potenzialmente unitaria sottostante al frazionamento giuridico fra le varie società del gruppo, e quindi anche la possibile esistenza di una impresa di gruppo sono fenomeni che, se non ignorati, sono comunque trascurati, e comunque guardati con sospetto, in quanto potenziali attentati all'autonomia delle singole società... (*omissis*)... in conseguenza, dottrina e legislatore hanno concentrato l'attenzione sul controllo (inteso come manifestazione del potere della controllante) anziché sul gruppo; e poi sul controllo visto esclusivamente come patologia... come situazione a rischio, fonte di possibili pericoli per le singole società controllate, mettendo così in luce i potenziali danni, appunto alla controllata, ed alla minoranza di questa, piuttosto che i vantaggi che alla società controllata possono anche derivare dall'appartenenza al gruppo". (1)

Per quanto riguarda i gruppi creditizi, la legge 218/90 ed il decreto legislativo n. 356/90 hanno colmato questo divario riconoscendo esplicitamente la fattispecie del gruppo e le funzioni che ad esso fanno capo. Ma non ha del tutto fugato i molti dubbi per chi deve applicare la direzione ed il coordinamento di gruppo, né le preoccupazioni degli amministratori delle controllate che devono aderire alla guida di gruppo, in quanto molte delle attività necessarie per una efficiente direzione unitaria si scontrano con le norme consolidate del diritto societario.

Il dato di fatto è che gli amministratori ed il management delle società appartenenti ai gruppi, stante la normativa attuale, si trovano di fronte a quelle che Mignoli ha definito i "martoriati limiti posti all'attività di tutti gli organi societari, costretti ad umilianti sterilizzazioni, giustificazioni, astensioni o assenze, per non cadere nelle forche caudine della sanzione civile e penale che accompagna il conflitto di interessi".

Questo singolare contrasto – da un lato la realtà dei gruppi che si è andata imponendo con prepotenza, dall'altro la dottrina giuridica e la norma che la ignorano o la considerano soltanto in negativo o comunque faticano a coglierla in tutti

gli aspetti, inclusi quelli positivi – è il punto di partenza di questa analisi, anche perché questo atteggiamento normativo restrittivo o punitivo, mentre può essere più che giustificato in certi casi crea problemi a quei gruppi che invece dovrebbero essere aiutati a svolgere le funzioni positive che sono loro proprie.

Purtroppo, per l'economista aziendale i problemi relativi ai gruppi non sono soltanto quelli interni agli stessi: cioè sul come condurre i gruppi. Già in questo ambito le questioni che riguardano la formazione del bilancio di gruppo sono interrelate, ma diverse rispetto a quelle del fornire direzione unitaria e coordinamento. Ma altrettanto importanti sono i problemi che si pongono nelle relazioni esterne, interaziendali, quando uno o entrambi i soggetti sono dei gruppi: si pensi al caso di una banca che deve finanziare non una impresa isolata, ma un gruppo di imprese; e si pensi ai rischi di credito che sorgono dove da un lato non vi è una banca singola, ma un gruppo creditizio composto di più società bancarie o finanziarie che intrattiene rapporti creditizi non con una singola società, ma con un gruppo. Ma non è possibile in questo contesto allargare il campo oltre i punti sopraindicati.

2. Lo sviluppo impetuoso dei gruppi di imprese, particolarmente in Italia: ragioni generali e specifiche

Ho già rilevato che i gruppi non sono affatto un fenomeno marginale. Anzi l'articolazione dell'attività facente capo ad un unico soggetto economico su più società si è andata sviluppando sempre di più nel corso del tempo, imponendosi, specialmente nel nostro Paese, su altre forme organizzative come quella dell'impresa divisionalizzata. Le ricerche compiute da Barca e dal gruppo di studio della Banca d'Italia, così come quelle condotte dalla Centrale dei bilanci, confermano che la struttura organizzativa a gruppo non è più un'eccezione, ma la regola: quasi assoluta nelle imprese oltre 1.000 addetti, ma assai frequente anche fra le imprese con almeno 50 addetti, il 49% delle quali è soggetto ad un controllo di gruppo. Perfino il 30% delle imprese inferiori ai 50 addetti risulta appartenente ad un gruppo. (2)

L'importanza dei gruppi si rende ancora più palese se si assume come indicatore, non la percentuale delle imprese che appartengono a gruppi, ma la loro importanza misurata in modo indiretto in base al numero di addetti. Le imprese con più di 50 addetti che appartengono a gruppi impiegano il 75% de-

gli occupati totali della relativa categoria. Prendendo in considerazione le imprese con più di 10 addetti, gli occupati all'interno dei gruppi scendono, ma rimangono pur sempre a livelli elevati: il 47,6%. (3)

Bastano questi dati per dimostrare la straordinaria diffusione di questa forma organizzativa e per fissare un punto incontrovertibile: la prevalenza dell'attività economica – specialmente se misurata in numero di addetti o di fatturato o di valore aggiunto – non è più condotta attraverso la formula monosocietaria, ma con il modello del gruppo multisocietario. Questo è particolarmente vero soprattutto in Italia. È percezione diffusa che in altri Paesi sia più abituale l'impresa monosocietaria multidivisionale: così è certamente nei Paesi anglosassoni con sistemi finanziari orientati al mercato più che agli intermediari. Purtroppo mancano ricerche comparate su questo specifico aspetto, anche se alcune indagini di Chandler e dei suoi allievi negli anni Settanta avevano rilevato indizi in questo senso. Di certo le grandi imprese multinazionali presentano la forma di gruppi plurisocietari, se non fosse altro per le necessità poste dall'operare in Paesi diversi. Ma anche in questo caso non si può fare a meno di rilevare che nelle multinazionali la maggioranza delle società controllate è detenuta in forma totalitaria. Inoltre questi gruppi sono più spesso a raggiera e con un solo o al più pochi livelli, a differenza di molti dei gruppi presenti nel nostro Paese che sono piramidali a cascata, con partecipazione diretta o indiretta della capogruppo nelle controllate tutt'altro che totalitaria.

Questi dati ed indizi aggiuntivi consentono di formulare un'ipotesi alla quale purtroppo non è possibile dare risposta definitiva senza una ricerca che sarebbe lunghissima e costosa: l'ipotesi che la configurazione a gruppo sia più diffusa da noi rispetto agli altri Paesi, in particolare rispetto a quelli anglosassoni caratterizzati dalla centralità dei mercati azionari. Con un corollario: che l'impiego della struttura a gruppo risponda nel nostro caso più che altrove a finalità peculiari, non necessariamente di pubblica utilità.

Se così fosse, il fatto che il legislatore sembri non avere preso atto della diffusione della struttura a gruppo e continui ad ignorarla o ad ostacolarla potrebbe non corrispondere a cecità o a ritardi, ma alla constatazione che essa da noi viene troppo spesso impiegata per finalità da non incentivare, ma anzi da scoraggiare. Per approfondire questo punto è necessario riflettere sulle funzioni che i gruppi multisocietari assolvono.

3. Le funzioni dei gruppi e le loro conseguenti tipologie

L'analisi sulle ragioni che spingono le imprese ad adottare la forma organizzativa a gruppo è alquanto complessa e richiederebbe un lungo percorso attraverso le teorie organizzative. Essa è complicata dal fatto che nell'accertamento delle ragioni di scelta occorre analizzare numerosi elementi, soppesandone vantaggi e svantaggi, rispetto a forme organizzative alternative: in questo caso questa valutazione va fatta almeno rispetto alla impresa monosocietaria multidivisionale da un lato e rispetto alla molteplicità di società separate, ma non coordinate a gruppo, dall'altro. Senza entrare in eccessivi dettagli, si deve prendere atto che i gruppi possono assolvere – in forma esclusiva o meglio di altre strutture organizzative – a una o a più delle quattro funzioni, ricordate anche da Barca:

a. l'impiego articolato e diffuso della "tecnica" della responsabilità limitata, propria della società di capitali, al fine di ripartire e ridurre il rischio incombente sul patrimonio del soggetto economico di controllo.

b. l'impiego della autonomia societaria al fine di articolare nel modo migliore i rapporti fra i soggetti coinvolti in una specifica attività, uscendo dalla rigidità della gerarchia – che può prendere il sopravvento nelle strutture monosocietarie multibusiness – ma senza cadere nella precarietà e nelle incertezze dei rapporti lasciati esclusivamente ai liberi giochi del mercato (come accadrebbe nel caso di più società distinte e non coordinate da una capogruppo) e senza privarsi della possibilità di cogliere le sinergie potenziali fra attività diverse.

c. l'uso della leva azionaria per consentire ad un soggetto di espandere il capitale azionario coinvolto (oltre a quello di debito), attraendo azionisti terzi, ma senza che i propri diritti di comando debbano subire l'effetto della contendibilità grazie alla tecnica delle società a cascata.

d. sfruttare il potenziale elusivo fiscale, massimizzare con tecniche a "piovra" le possibilità di catturare incentivi o altri benefici, migliorare i risultati per l'azionista di controllo a danno di quelli di minoranza.

Salvo le attività *contra legem*, dal punto di vista strettamente aziendale le funzioni indicate hanno un loro fondamento economico. Ma il loro apporto al benessere collettivo è diverso ed in alcuni casi è negativo. Dal punto di vista del le-

EDITORIALE

gislatore la differenza è tutt'altro che irrilevante e può spiegare il suo atteggiamento e lo stato attuale della normativa. Ma esaminiamo più in profondità queste quattro funzioni.

a. L'impiego del gruppo per sfruttare in forma moltiplicata i vantaggi della responsabilità limitata

L'impiego esteso della "tecnica" della responsabilità limitata - in via di principio - appare legittima ed anche utile in termini generali, se esercitata entro le regole che ne evitano gli abusi. Non si può scordare che proprio grazie alla "invenzione" delle società a responsabilità limitata sono stati possibili iniziative economiche altrimenti inimmaginabili. Né si può disconoscere che solo in presenza di protezioni di questo tipo si possono immaginare investimenti ad alto rischio, quegli investimenti che sono cruciali per l'innovazione e lo sviluppo. La forma organizzativa del gruppo consente di moltiplicare l'applicazione della responsabilità limitata. Consente, ad esempio, ad un'impresa già consolidata di cimentarsi in nuove iniziative ad alto rischio, destinando ad esse un certo *quantum* di capitale, ma senza compromettere, in caso di insuccesso, l'equilibrio economico e finanziario delle attività originarie.

La manifestazione più lampante di questa modalità operativa si ha nell'impiego delle tecniche di *project financing*, che presuppongono appunto la creazione di una unità giuridica distinta al fine di isolare in questa ricavi, costi e rischi con un cordone ombelicale di responsabilità limitata rispetto alla società promotrice.

In sé e per sé, l'impiego del gruppo multisocietario a questi fini non è negativo; può perfino essere considerato un motore di sviluppo. E la normativa sui gruppi dovrebbe tenere conto di ciò, per evitare che nell'intento di consentire una direzione di gruppo non venga scelta la strada di vanificare la responsabilità limitata delle singole società, rendendo responsabile solidalmente il gruppo quando è gestito in modo unitario.

Purtroppo, non sempre lo strumento della responsabilità limitata viene impiegato con l'intento positivo: alle volte viene manipolato al fine di massimizzare i benefici e di proteggere il patrimonio del soggetto economico di controllo scaricando sugli azionisti di minoranza e sui creditori gli effetti negativi dell'attività.

Quando questa è la ragione per l'adozione della struttura del gruppo, si è in presenza di una fattispecie dannosa, da contrastare con la massima decisione.

b. Il gruppo come struttura organizzativa intermedia fra gerarchia e mercato

La scelta di organizzare l'attività con una configurazione di gruppo plurisocietario può scaturire esclusivamente o prioritariamente da motivazioni organizzative: cioè dalla ricerca dell'assetto che più adeguatamente consente di creare un contesto favorevole all'esercizio efficace ed efficiente dell'attività perseguita. Questa prospettiva si presenta di solito quando l'impresa estende i confini della propria attività, vuoi in aree geografiche distanti e caratterizzate da diversità competitive, oltre che legali, vuoi per integrarsi in attività a monte o a valle che presentano fattori di successo distinti, vuoi, soprattutto, per coltivare nuove attività che si differenziano in modo marcato da quelle fin lì perseguite. Quando nella sua crescita si imbatte in vettori di sviluppo di questo genere, l'impresa si trova di fronte all'alternativa di scegliere fra una struttura monosocietaria con distinzioni interne (l'impresa multidivisionale), oppure dare alle nuove attività veste giuridica distinta. Di fronte ad una scelta simile sempre più spesso si vengono a trovare imprese cresciute diversificandosi, ma all'interno della stessa struttura societaria: per loro il problema si presenta quando incontrano difficoltà a competere nei vari business per le rigidità che derivano dalla convivenza in seno alla stessa unità giuridica. Sempre più spesso si pone ultimamente il problema anche in altre forme: se in presenza di un portafoglio diversificato di attività sia opportuno enucleare qualcuna non solo collocandola in un distinto veicolo giuridico, ma anche staccandola dal cordone ombelicale con la capogruppo, per collocarla direttamente in capo ai singoli azionisti. Soluzioni del genere prendono la forma della scissione, come quella recente fra SME e Autogrill, quella operata dalla 3M o quella ancora più recente della AT&T.

La teoria organizzativa (ma ultimamente anche la teoria del valore) offre elementi per valutare quale di queste opzioni sia la più consona nelle varie circostanze. Ma un fatto è certo: in presenza di certe condizioni la struttura a gruppo è quella più idonea per consentire il giusto livello di "differenziazione" e la dose più opportuna di integrazione e di sfruttamento di sinergie industriali, commerciali o finanziarie. Rispetto alla struttura dell'impresa divisionale la configurazione a gruppo consente un maggior livello di differenziazione; consente anche una maggiore flessibilità nella politica delle alleanze (che possono interessare una parte dell'impresa e non le altre); rende possibile forme di cooptazione parziali e mirate di dirigenti (in una sola attività,

anziché nel tutto). Rispetto alla soluzione che prevede una pluralità di società facenti capo direttamente agli azionisti e non coordinate, il gruppo offre – dove sono possibili – i vantaggi di un più agevole sfruttamento delle sinergie. Dove non vi sono vantaggi di questo genere lo “sganciamento” dal gruppo costituisce un mezzo per liberare energie, per ridurre la burocratizzazione, snellire la gestione e massimizzare il valore complessivo delle imprese che scaturiscono dalla scissione. Queste considerazioni sul processo alternativo al gruppo sono strumentali per segnalare che non sempre il gruppo apporta valore all’insieme delle imprese riunite e che non sempre la direzione unitaria è auspicabile o possibile senza aumenti di costi superiori ai benefici che produce.

In sintesi, in certe circostanze, la struttura a gruppo si presenta come superiore rispetto alle altre forme organizzative, con vantaggi che beneficiano non solo il soggetto economico di controllo, ma tutti gli stakeholders presenti nelle varie società ed in definitiva anche la collettività intera. In questo caso sarebbe auspicabile che la normativa fosse favorevole, o perfino incentivante, verso i gruppi, nel senso di consentire il funzionamento sui due versanti: quello di sfruttare la tecnica della responsabilità delle varie società e quello solo apparentemente contrastante di consentire la direzione ed il coordinamento di gruppo dal quale scaturiscono i benefici di sinergia.

c. La struttura del gruppo (soprattutto quello piramidale a cascata) come forma di amplificazione dei capitali senza intaccare le prerogative di comando

Barca nei suoi lavori presenta questa proprietà del gruppo con una terminologia che evoca significati tendenzialmente positivi: la indica infatti come una tecnica per separare la proprietà dal controllo, quindi un modo per rendere possibile l’espansione delle imprese. Mi permetto di integrare su questo punto le sue pur lucide interpretazioni con un’osservazione, forse solo terminologica, ma determinante: la struttura a gruppo consente sì un ampliamento dei soggetti che apportano capitale di rischio (e quindi favorisce l’estensione della proprietà societaria al di là del soggetto economico originario), ma non consente affatto la separazione del controllo, che grazie a questa soluzione rimane invece saldamente nelle mani dell’azionista di maggioranza della capogruppo anche là ove la sua partecipazione al capitale azionario complessivo sia diventata minoritaria. Ciò è particolarmente vero

quando i gruppi assumono la struttura piramidale a cascata – quella che nel gergo viene chiamata tecnica delle scatole cinesi – perché in questo caso il soggetto di controllo può ampliare a dismisura il capitale di rischio a sua disposizione (e poi applicando la leva finanziaria anche quello di credito) evitando che le sue prerogative di direzione vengano sottoposte anche solo al test della contendibilità. In questo caso le imprese, pur coinvolgendo nel capitale di rischio una molteplicità di altri soci, per effetto della leva azionaria consentita dal gruppo piramidale a cascata, si sottraggono alle regole “democratiche” a cui sono soggette le società per azioni, conservando le prerogative delle monarchie assolute. In questo mi sembra che il gruppo pluri-societario piramidale a cascata palesi una caratteristica specifica del capitalismo italiano, caratteristica che ha certamente consentito alle imprese di svilupparsi anche al di là del capitale apportato dall’imprenditore, ma che presenta non pochi inconvenienti e rischi.

Il primo degli inconvenienti è che il gruppo piramidale a cascata moltiplica il rischio finanziario dell’impresa. Infatti il *cash flow* – e quindi le fonti per il servizio del debito e per la remunerazione degli azionisti – delle società a monte scaturisce dai dividendi di quelle a valle. Ciò significa che i debiti delle società dei livelli superiori sono fronteggiati con fonti soggette al rischio del capitale proprio: quando l’attività nelle attività a valle è positiva tutto procede nel migliore dei modi. Ma quando tali attività non sono in grado di remunerare il capitale di rischio, le società a monte non solo non hanno risorse per remunerare gli azionisti, ma non hanno nemmeno i mezzi per servire il debito. Inoltre, gli utili delle società a monte per l’effetto di leva sono sottoposti ad un rischio moltiplicato: basta che i dividendi incassati, anche se positivi, coprano solo gli oneri finanziari per privare gli azionisti della loro remunerazione. In breve, grazie al sistema delle società a cascata, ai rischi della leva finanziaria normale (l’aggiunta di capitale di credito al capitale di rischio) si assommano quelli della leva azionaria (aggiunta di capitale di rischio a cascata), amplificando gli uni e gli altri in funzione del numero dei livelli sul quale il gruppo si dispone. In questo modo si forma un processo di leva multipla densa di rischi che si manifestano nella loro espressione negativa quando le condizioni economiche riducono il ritorno sul capitale investito al di sotto del costo del debito. (4)

L’ampiezza della leva azionaria si può desumere dai dati sul moltiplicatore – cioè il rapporto fra il capitale complessivo impie-

EDITORIALE

EDITORIALE

gato nel gruppo e quello apportato dal soggetto al vertice del gruppo stesso – riportati da Barca nel lavoro richiamato: nella media è pari a 7 per i gruppi controllati da una persona fisica o giuridica privata. Ma per alcuni gruppi industriali il moltiplicatore in certi momenti ha superato il valore di 20. I crolli improvvisi di alcuni gruppi si spiegano anche alla luce di questi castelli a più piani e dell'effetto leva, che quando è positivo amplifica il ritorno per gli azionisti, ma quando diventa negativo è capace di distruggere il capitale in tempi brevissimi.

Il secondo inconveniente scaturisce dal fatto che la struttura del gruppo a cascata, nel mentre consente l'ampliamento dei mezzi finanziari, blocca e cristallizza – anche perché viene integrata con l'impiego di forme giuridiche come le Sapa, le clausole statutarie o gli accordi parasociali – le prerogative di comando nelle mani del soggetto economico originario, quali che siano le capacità di governo sue o dei suoi eredi. All'aspetto positivo, che si manifesta come stabilizzazione del potere di comando quando il soggetto economico possiede le qualità imprenditoriali e manageriali, si contrappongono i rischi propri delle situazioni nelle quali il potere non è contendibile. In questo caso non lo è nemmeno quando il capitale azionario del soggetto di controllo diventa minoritario. Si realizza in questo modo, al di là delle apparenze, un modello di public company all'italiana, con la differenza che nella public company il potere di direzione è soggetto alla possibilità (invero non sempre attuale) di verifica ed alla possibilità di alternanza: mentre nei gruppi blindati, quali sono i nostri, non esiste nemmeno questa possibilità. La cristallizzazione del potere di comando e l'assenza di meccanismi che favoriscano il ricambio sfocia spesso in situazioni traumatiche: il ricambio non prende forma se non quando l'impresa varca le soglie delle procedure straordinarie.

Per tutte queste ragioni non mi sembra che la struttura del gruppo piramidale a cascata dal punto di vista della "separazione della proprietà dal controllo" sia la forma migliore per accompagnare lo sviluppo delle imprese. Le perplessità aumentano, ovviamente, quando si fa ricorso al pubblico risparmio, con relativa quotazione, sia delle società a monte sia di quelle a valle: in questo caso si collocano sul mercato titoli caratterizzati da livelli di rischio non in linea con la natura dei risparmiatori che li acquistano.

Questa preoccupazione aumenta ulteriormente se il diritto societario ed il diritto della borsa non offrono agli azionisti esterni adeguate protezioni dai possibili abusi dell'azionista di controllo.

In conclusione: il gruppo piramidale a cascata, anche se offre la possibilità di ampliare il capitale a disposizione degli imprenditori e quindi è fattore di sviluppo, presenta diversi inconvenienti dal punto di vista dell'interesse generale, specialmente se vengono sfruttate le sue potenzialità oltre certi limiti.

d. I gruppi come strumento di elusione

È noto che in passato alcuni gruppi sono sorti sotto la spinta del decentramento produttivo per dislocare porzioni di attività in unità giuridicamente distinte, al fine di sfuggire alle norme troppo vincolanti sul lavoro o ai rischi di sindacalizzazione aggressiva. Ma la enucleazione di certe attività in società autonome spesso è stata dettata da altre finalità elusive, ad esempio di tipo fiscale. Altre volte l'impresa si è strutturata su più società minori al fine di cogliere incentivi non altrimenti riconosciuti. In altri casi l'imprenditore si è organizzato deliberatamente su più veicoli societari per ampliare i capitali disponibili, attraendo soci nelle varie unità, ma con l'obiettivo deliberato di massimizzare il proprio profitto sottraendo risorse ai soci di minoranza con trasferimenti intergruppo.

Anche i cinici che sono disposti a mostrare comprensione verso forme di gestione disinvolute, non sarebbero disposti – si spera – ad ammettere pubblicamente che simili comportamenti possano avere protezione legale, visti i danni che provocano o nella migliore delle ipotesi la inutilità dal punto di vista dell'interesse generale. In questi casi non solo è comprensibile, ma è anche auspicabile che il legislatore – e la dottrina – siano impegnati in posizione preventiva e mettano in campo tutte le possibili norme per impedire che sotto il mantello della direzione unitaria si procurino danni ai soci di minoranza, ai creditori o alle casse dello Stato.

Le riflessioni sopra esposte non esauriscono tutte le possibili funzioni dei gruppi; né esplicitano tutte le possibili fattispecie di gruppo che sono numerose e spesso svolgono più funzioni contemporaneamente. Ma l'esercizio serve per corroborare l'ipotesi che la straordinaria diffusione dei gruppi in Italia – tendenzialmente superiore a quella che si riscontra in altri Paesi – ed il prevalere dei gruppi piramidali sono indicatori del fatto che questa configurazione sia adottata non

tanto o non solo nella ricerca della struttura organizzativa ottimale, ma per finalità che scadono nella patologia.

Ciò spiegherebbe la riluttanza più che giustificata, non solo del legislatore, ma anche della giurisprudenza e della dottrina giuridica, a mutare il tono fin qui prevalentemente di pregiudizio verso i gruppi e verso chi vorrebbe liberare i lacci che ostacolano la direzione unitaria ed il coordinamento di gruppo. In sostanza l'arroccamento a difesa della autonomia giuridica delle singole società e le rigide norme imposte agli amministratori nella conduzione delle relazioni intergruppo costituirebbero una barriera protettiva, non necessariamente la migliore, a fronte di una tendenziale dilagante patologia. Ma questa posizione, se giustificata per le ragioni dette, presenta l'inconveniente di ostacolare il funzionamento di quei gruppi sorti esclusivamente per perseguire finalità di efficienza nell'interesse di tutti i soggetti coinvolti nelle relative imprese.

Per questo motivo, se si vuole uscire dalla situazione tutt'altro che soddisfacente della normativa occorrono due passaggi:

a. anzitutto occorre distinguere i vari tipi di gruppi, per disincentivarne alcuni ed agevolare altri – quelli portatori di maggiore produttività per tutti – consentendo a questi ultimi una gestione unitaria scevra dai vincoli e dai rischi che oggi la caratterizza;

b. in secondo luogo, si devono chiarire i termini dentro i quali si dovrebbe esplicare la gestione di gruppo affinché essa possa produrre i benefici potenziali.

Tralascio in questa sede la prima questione per concentrare l'attenzione sul secondo punto.

4. Perché dovrebbe essere agevolata la direzione unitaria di gruppo?

In Italia un imprenditore che voglia sviluppare il suo progetto imprenditoriale articolandolo su più società di capitali ha di fronte a sé una situazione normativa costruita attorno al principio cardine dell'autonomia giuridica delle singole società. Pertanto egli in quanto socio, sia pure di maggioranza:

a. può intervenire in dette società con l'esercizio del diritto di voto in sede assembleare e per le materie che sono di competenza di tale organo;

b. tuttavia, la maggior parte dell'attività gestionale è preclusa ai soci in quanto tali, anche a quelli di maggioranza, in quanto sottratta all'as-

semblea e riservata agli organi amministrativi (consiglio di amministrazione e suoi delegati);

c. pertanto, il socio può manifestare la propria volontà circa la maggior parte delle scelte solo se è presente negli organi amministrativi delle controllate;

d. in tali organi gestori egli può intervenire direttamente o indirettamente nominando persone di propria fiducia. In questo secondo caso, queste persone, una volta nominate, operano senza mandato e con l'obbligo di agire nell'esclusivo interesse della società;

e. qualora non sia amministratore con deleghe di gestione, il socio non può intervenire direttamente sul management né per avere informazioni né per dare direttive, perché tale prassi è contro il suo stato di socio ed il principio della parità di trattamento dei soci.

Questi principi generali valgono sia nel caso che l'imprenditore intenda realizzare la struttura di gruppo intervenendo direttamente con i suoi beni personali nelle varie società, sia che egli concentri le sue risorse in capo ad una società ed intervenga nelle società controllate per il tramite di questa nel ruolo di capogruppo. Ai principi suddetti non c'è deroga quando socio di una società non sia persona fisica, ma un'altra società.

Occorre chiedersi se, date queste condizioni, sia possibile realizzare un progetto imprenditoriale che presuppone una forte dose di differenziazione e di autonomia delle varie attività perseguite – da cui la motivazione a collocare ognuna di esse in una distinta società e non solo ad enuclearla in una semplice divisione – ma che richiede al tempo stesso una direzione unitaria ed un coordinamento non sporadici. Più in generale, dal momento che una società, e perfino una società a responsabilità limitata, può essere socia di una o di più altre società a responsabilità limitata – fatto questo che nel passato apparve singolare a studiosi di valore – sono sufficienti i poteri di cui dispone il socio-società capogruppo per proteggere i propri diritti patrimoniali, che a loro volta costituiscono componente attiva del patrimonio societario della cui sana gestione gli amministratori della capogruppo sono chiamati a rispondere?

La risposta non può essere positiva: con la normativa attuale non è possibile realizzare senza rischi di sanzioni civili e penali una tempestiva, efficace e sostanziale direzione unitaria pur rispettosa degli interessi di tutte le società coinvolte. Con la conseguenza che gli amministratori della capogruppo si trovano davanti a due alternative entrambe insoddisfacenti: quella di ac-

EDITORIALE

EDITORIALE

contentarsi di un coordinamento di gruppo a maglie molto larghe e poco penetrante, con i rischi che le forze centrifughe sempre presenti in strutture organizzative di questo tipo – anche in virtù della dinamica propria fra “*principal*” e “*agent*” – portino ad un depauperamento del valore delle singole società e quindi di quello della capogruppo della quale sono responsabili; oppure alla alternativa di operare a dispetto delle normative realizzando una direzione unitaria non per via assembleare, e nemmeno consiliare, ma “sottocoperta” attraverso relazioni fra il management della capogruppo e quello delle consociate. In questo ultimo caso i dirigenti delle varie parti in causa, oppure gli amministratori sono costretti a misurarsi continuamente con i conflitti di interessi veri o presunti e si trovano esposti ai rischi di sanzioni civili o penali. Ma problemi non minori si incontrano anche per assicurare fra capogruppo e consociate un flusso minimo di informazioni, necessario non tanto per una gestione unitaria, ma per mantenere sotto costante controllo l'andamento della redditività e del patrimonio delle controllate e la corrispondente redditività e il patrimonio della capogruppo.

Per quanto detto, sembrerebbe più che ragionevole che – accanto alla sacrosanta esigenza di tutelare l'integrità delle società a responsabilità limitata, evitando che i soci di controllo asportino quote di reddito o di patrimonio a proprio beneficio ed a scapito dei soci di minoranza e dei creditori – si tenga conto anche delle esigenze degli amministratori della capogruppo. Esigenze che consistono nel presidiare la qualità dei risultati della capogruppo e del gruppo e l'integrità dei suoi bilanci attraverso un rapporto non sporadico né superficiale con le proprie controllate. In questo caso, dal punto di vista sostanziale, prima che giuridico, dovrebbe porsi il problema se l'attività di direzione e di coordinamento non solo sia legittima, ma sia anche doverosa e se sia esercitabile in modo adeguato.

5. Gli atti necessari per realizzare una efficiente direzione di gruppo

Per quanto già detto, i gruppi sono diversi l'uno dall'altro per le motivazioni che li hanno fatti sorgere, per i tipi di attività svolte e per la struttura. Ogni tipo di gruppo richiede un diverso stile di direzione ed una diversa intensità di direzione e di coordinamento. In alcuni casi, le attività svolte dalle diverse società sono così lontane l'una dall'altra da non dare luogo ad alcuna sinergia da coordinamento e perfino da sconsi-

gliare una direzione unitaria: è più che sufficiente un coordinamento strategico da realizzare nei momenti assembleari o consiliari. In altri casi il risultato complessivo e quello delle varie società migliora proprio quando le diverse attività vengono gestite in forma differenziata su alcuni aspetti ed in forma accentrata su altri. Quest'ultimo è il caso sul quale qui viene puntata l'attenzione: esso corrisponde alla fattispecie del gruppo utilizzato proprio come soluzione organizzativa intermedia fra gerarchia e mercato, ed esprime la sua massima potenzialità là ove riesce a lasciare decentrata la gestione ordinaria della maggior parte delle funzioni, accentrando solo quelle sulle quali è possibile realizzare delle economie da sinergia. È in questi gruppi che è richiesto un delicato bilanciamento fra accentramento e decentramento.

Più in generale, è un fatto ormai acquisito nelle discipline aziendali che la gestione si realizza distinguendo i diversi compiti secondo due assi: quello temporale, dove si distingue la pianificazione ex ante, a lungo o a breve, la gestione contestuale ed il controllo ex post; e quello relativo alla natura delle attività, dove si distingue fra attività di orientamento strategico ed attività di gestione corrente, all'interno della quale si distinguono poi le varie funzioni (produzione, marketing e vendite, finanza ecc.).

Ciò premesso, dal punto di vista aziendale il problema della direzione e del coordinamento del gruppo si manifesta non tanto nell'accentramento di tutte le attività di direzione e per tutte le funzioni: in tal caso verrebbe meno una delle proprietà del gruppo che consiste proprio nel consentire un livello ed una qualità di decentramento superiori a quelli dell'impresa divisionalizzata.

Consiste piuttosto nella ripartizione delle funzioni suddette fra capogruppo e società controllate in un modo tale da realizzare il giusto equilibrio fra autonomia delle diverse attività, sfruttamento delle sinergie e direzione coordinata.

Sempre da un punto di vista aziendale – e prescindendo per il momento dalla praticabilità giuridica – questa ripartizione, pur con tutte le differenze richieste dalla peculiarità di ogni singolo gruppo, si dovrebbe esplicare con una articolazione delle attività gestionali lungo le seguenti linee:

A. alla capogruppo dovrebbe competere la definizione delle linee guida generali, la attribuzione degli obiettivi a ogni singola società del gruppo, la valutazione e l'approvazione della strategia proposta da ciascuna di esse, il controllo sulla realizzazione della strategia approvata e sui ri-

sultati via via acquisiti, la gestione accentrata delle funzioni passibili di significative sinergie; B. alle società controllate compete invece l'elaborazione e la proposta alla capogruppo della strategia da perseguire all'interno delle linee guida ricevute, la realizzazione della strategia approvata, la gestione corrente con l'espletamento delle funzioni accentrate e la collaborazione per quelle non accentrate, ma sulle quali è conveniente una gestione congiunta.

Ovviamente le funzioni da accentrare sono diverse da gruppo a gruppo, in relazione al tipo di attività ed alla strategia che si intende perseguire. Se questa è la ripartizione ideale – dal punto di vista della gestione – occorre chiedersi se essa sia realizzabile nell'ambito della normativa in vigore ed occorre verificare gli ostacoli che si frappongono.

Per quanto già rilevato, là dove il disegno imprenditoriale si articola su più società, il consiglio di amministrazione ed il management della capogruppo non hanno, rispetto alle controllate, il potere direzionale di tipo gerarchico tipico della organizzazione interna: in breve non possono procedere alla stessa stregua nella quale agirebbero se dovessero guidare una impresa multibusiness divisionalizzata.

Le possibilità direzionali del vertice della capogruppo rispetto alle controllate si scontrano con il diaframma costituito dal fatto che quest'ultime sono società dotate di propria autonomia giuridica, con organi amministrativi autonomi e con regole che limitano il quantum, il modo e l'oggetto sul quale i soci possono intervenire direttamente passando attraverso la sede assembleare ed indirettamente attraverso quella consiliare. Combinando le alternative di intervento disponibili sulla base della normativa si possono dare alcune soluzioni, tutte tutt'altro che soddisfacenti, come vedremo.

• *La via assembleare.* La capogruppo realizza la direzione ed il coordinamento unitario intervenendo nell'assemblea dei soci per manifestare in tale sede la sua volontà. È la soluzione più limpida dal punto di vista giuridico, ma soffre di diversi inconvenienti. Innanzitutto richiede tempi che non sempre sono quelli più adeguati; in secondo luogo, presuppone le formalità necessarie che sono più complesse di quelle di convocazione degli organi amministrativi e ancora più dell'operare abituale del management; in terzo luogo, le assemblee sono abitualmente organi non di gestione, ma di verifica dei risultati conseguiti: gli statuti normali riservano a questa sede solo alcune decisioni altamente rilevanti, ma

nulla più. Anzi, nella prassi più che decisioni quelle che vengono prese in assemblea sono ratifiche, anche se conservano la formalità della decisione. È vero che l'art. 2392 c.c. consente che per via statutaria si possa riservare all'assemblea una porzione di decisioni più ampia di quella normale, ma rimangono i rilievi predetti. Se la direzione unitaria dovesse passare attraverso le delibere assembleari – le uniche veramente indenni da rilievi di legittimità – essa sarebbe probabilmente tardiva, generica e del tutto insufficiente.

Chi conosce il funzionamento di una impresa multibusiness divisionalizzata, sa che le attività da compiere per realizzare la direzione ed il coordinamento dell'insieme sono molteplici, continue e non si esplicano certo attraverso processi che sono quelli ipotizzabili in seno ad un'assemblea. Le complicazioni si moltiplicano ulteriormente nel caso dei gruppi a cascata, poiché la capogruppo, se dovesse intervenire per via assembleare, per arrivare al secondo o al terzo livello dovrebbe farlo indirettamente con i tempi e le mediazioni che ne conseguono.

È vero che la capogruppo può dare corso alle sue volontà in forma mediata con la nomina in assemblea degli organi titolati a realizzare la gestione nelle consociate: si apre in questo modo la possibilità di realizzare la direzione unitaria per via consiliare. Ma anche in questo caso, vedremo, la situazione non è affatto soddisfacente.

• *La via consiliare.* In alternativa o a complemento della via assembleare la capogruppo può pensare di attuare la direzione unitaria nominando – grazie al controllo dell'assemblea – la maggioranza degli amministratori in seno agli organi delle consociate. Con questo atto la capogruppo si insedia all'interno dell'organo deputato all'attività gestionale di queste ultime, saltando il diaframma normativo posto all'intervento diretto dei soci nella gestione. Due sono le alternative per realizzare questo obiettivo; la prima consiste nel nominare nelle consociate le stesse persone che compongono l'organo decisionale della capogruppo; la seconda nel nominare persone diverse.

Nell'uno e nell'altro caso ci sono controindicazioni. La prima alternativa crea la direzione unitaria nelle persone, ma spegne anche l'elemento di differenziazione che è uno dei presupposti fondamentali per preferire il gruppo multisocietario rispetto all'impresa multibusiness divisionalizzata. Nel secondo caso la nomina di persone di fiducia, ma diverse da quelle che compongono l'organo della capogruppo, crea organi distinti per il cui coordinamento si pongono pro-

EDITORIALE

EDITORIALE

blemi di non facile soluzione posto che i consiglieri, diversamente dal management, non solo legati da un contratto di subordinazione ed operano in assenza di mandato. In entrambi i casi, i consiglieri delle consociate devono comunque porsi il problema della adeguatezza dei loro comportamenti rispetto alle regole del diritto societario, che li vuole responsabili del perseguimento dell'interesse delle distinte società nei cui organi siedono. Se nel primo caso questa circostanza li può porre di fronte al rischio di conflitti di interessi, con le relative conseguenze, nel secondo li rende agenti "senza mandato" liberi di interpretare le loro responsabilità e quindi non necessariamente allineati, anche quando le indicazioni della capogruppo non fossero lesive dell'interesse della controllata.

La via consiliare riduce certamente le distanze fra capogruppo e controllate, ma non elimina affatto le difficoltà che si frappongono, dal punto di vista normativo, sia al passaggio di informazioni fra le distinte società, sia al trasferimento delle direttive dagli amministratori della capogruppo a quelli delle controllate, ove questi ultimi non siano gli stessi della prima.

Si può ritenere che i poteri dell'azionista di controllo di convocare l'assemblea, ove necessario, in base all'art. 2367, per riportare in tale sede certe decisioni, e quello di revocare gli amministratori recalcitranti in base all'art. 2383 siano sufficienti per consentirgli comunque di realizzare i suoi obiettivi di direzione unitaria. Ma la spada di Damocle del conflitto di interessi elevata a difesa degli azionisti di minoranza e dei creditori delle società controllate può essere brandita in qualsiasi momento, per impedire anche la direzione unitaria non lesiva degli interessi delle controllate.

Rimane tuttavia il fatto fondamentale che – com'è ben noto – i consigli di amministrazione non sono gli organi preposti alla gestione, ancorché le decisioni importanti debbano transitare in queste sedi. Nelle imprese la direzione si realizza quotidianamente da parte di amministratori a ciò delegati (gli amministratori delegati, appunto) e da parte dei dirigenti di impresa. Anche per le decisioni che vengono portate nei consigli sono questi gli organi che istruiscono le alternative e che di fatto per questa via condizionano le scelte. Per questo motivo, pensare che la direzione unitaria possa essere svolta attraverso le assemblee dei soci o anche attraverso i consigli di amministrazione delle varie società del gruppo riflette una rappresentazione non corrispondente alla realtà. La vera direzione unitaria ed il coordinamento prima di passare attraverso gli organi amministrativi presuppon-

gono un flusso di informazioni e di attività intercorrenti fra il management della capogruppo e quello delle consociate. Ma qui vengono i problemi maggiori.

• *La direzione unitaria per via manageriale.* Se per avere una autentica direzione unitaria ed un efficace coordinamento di gruppo si rendono necessari flussi di informazione intersocietari ed una serie di interrelazioni fra il management della capogruppo e quello delle consociate – fatto incontestabile e ben noto a chi gestisce le imprese o ne studia il funzionamento – quali problemi si incontrano dal punto di vista normativo?

Volendosi attenere rigorosamente alle disposizioni di legge, questo tipo di attività risulta quasi impraticabile. Anzitutto vi sono limiti al flusso di informazioni fra società, sia per i vincoli di riservatezza, sia perché le stesse informazioni dovrebbero comunque essere trasmesse anche ai soci di minoranza, sia perché la normativa circoscrive le informazioni che possono essere trasmesse ai soci. In secondo luogo, il management della capogruppo non ha alcun titolo legale per interloquire con il management di un'altra società, per quanto controllata, salvo per le eventuali normali transazioni di tipo commerciale che possono intercorrere fra di esse. E nessun titolo ha il management della consociata a ricevere indicazioni, a negoziare budget, a presentare ed a discutere piani strategici, a sottoporsi a controlli periodici sui risultati, fuori dall'assemblea, avendo come interlocutori i manager della capogruppo che per la normativa societaria sono solo dei terzi senza alcun titolo di intervento. Eppure quelle sopra menzionate sono esattamente le attività che sono necessarie per effettuare un coordinamento ed una direzione unitaria.

Parrebbe che una certa dose di direzione unitaria sia realizzabile con "contratti di impresa" che autorizzano il management a certi atti altrimenti inammissibili: cioè con accordi fra capogruppo e controllate, purché questi nascano da atti espliciti e trasparenti, sottoposti a decisioni formali degli organi amministrativi per alcuni, assembleari per altri o parasociali, ma formali con i soci di minoranza secondo altri ancora. Ma secondo la dottrina tali atti devono corrispondere a precisi requisiti: devono essere previsti da clausole statutarie che legittimano la capogruppo ad esercitare la funzione di direzione unitaria e devono comunque e sempre seguire o essere accompagnati da una scelta volontaria della controllata o meglio degli azionisti di minoranza di questa.

A tali formalità dovrebbero rispondere a maggiore ragione gli atti che trasferiscono l'espletamento di certe funzioni operative – come la gestione finanziaria accentrata – dalle controllate alla controllante. Ma purtroppo quanto e quando queste possibilità operative siano considerate accettabili dal punto di vista normativo dipende dalla interpretazione del giurista o da quella del magistrato, con tutto quello che ne consegue in termini di rischi di sanzioni.

6. Conclusioni

Bastano queste considerazioni per indicare quanto rilevante e complesso è il problema che si pone nella guida dei gruppi. La direzione per via assembleare è povera nei contenuti, lenta, vincolata da elevati livelli di formalità ed impropria per la natura della sede. Quella per via consiliare offre qualche possibilità operativa in più, ma è essa stessa soggetta a difficoltà di vario genere e comunque lascia agli amministratori delle controllate tutta la libertà di accogliere o di rifiutare la direzione unitaria. La forma di direzione unitaria più propria – quella per via manageriale, integrata dove necessario dalle scelte di consiglio o d'assemblea – si scontra a maggior ragione con l'autonomia delle varie società che rende giuridicamente incomunicabili i dirigenti delle varie unità.

A dispetto di questa situazione tutt'altro che soddisfacente, i gruppi esistono, sono numerosi e nella maggior parte dei casi sono anche diretti in forma unitaria. Tutti sanno che ciò avviene a dispetto delle norme, che rimangono in vigore come i limiti di velocità che nessuno rispetta. Ma, proprio come per i limiti di velocità, dietro ogni curva vi possono essere dei tutori dell'ordine pronti a colpire e, stante l'esistenza della nor-

ma, con tutta ragione.

In queste condizioni e per predisporre una situazione dove l'operare sia conforme alla legalità, non è ragionevole chiedere alla dottrina giuridica uno sforzo per promuovere una normativa che consenta di realizzare la direzione unitaria di quei gruppi costituiti proprio allo scopo di cogliere il potenziale di efficienza che è insito nella loro gestione coordinata? Ed è possibile realizzare questo obiettivo senza abbassare le difese a protezione degli azionisti di minoranza e dei creditori delle controllate, in particolare di quelli del tutto privi della capacità di valutare i rischi o i potenziali danni a loro carico dovuti a comportamenti lesivi dell'azionista di controllo?

Dal punto di vista dell'economista aziendale, la richiesta è legittima. Le difficoltà di conciliare due esigenze apparentemente contrastanti sono altrettanto evidenti. Ma questo è il problema da consegnare nelle mani del giurista. ■

EDITORIALE

NOTE DELL'AUTORE

Questo articolo deriva da modifiche ed integrazioni dell'articolo "La gestione dei gruppi: la prospettiva aziendale" in corso di pubblicazione sulla Rivista delle Società.

(1) Ferro-Luzzi P. e Marchetti P.G., "Riflessioni sul gruppo creditizio", *Quaderni di ricerca giuridica della consulenza legale*, Banca d'Italia, numero 31, dicembre 1993.

(2) Barca F., Bianco, Cannari L., Cesari R., Gola C., Mannita G., Salvo G. e Signorini L.F., *Assetti proprietari e mercato delle imprese*, vol. I, "Proprietà e modelli di controllo e riallocazione nelle imprese industriali italiane", Il Mulino, Bologna, 1994.

(3) Cannari L., Gola C., *La diffusione dei gruppi industriali in Italia*, relazione presentata al "Convegno internazionale di studi sui gruppi di società", Venezia, 16-18 novembre 1995.

(4) Per una spiegazione più approfondita dell'effetto di leva multipla sul rischio di impresa si veda Demattè C., "Modelli di crescita delle imprese a leverage multiplo: rischi e deformazioni", *Economia & Management* n. 6, 1995.