



UNIVERSITÀ DEL PIEMONTE ORIENTALE

DIPARTIMENTO DI STUDI PER L'ECONOMIA E L'IMPRESA
Corso di Laurea Magistrale in Amministrazione, Controllo e Professione

Tesi di Laurea Magistrale

**LA FORMA ORGANIZZATIVA DI GRUPPO:
ANALISI DEL CASO ERMENEGILDO ZEGNA**

Relatore:

Chiar.mo Prof. Gaudenzio ALBERTINAZZI

Candidato:

Danijela BJELAJAC

Matricola 20030223

Anno Accademico 2022/2023

INDICE

INTRODUZIONE.....	5
CAPITOLO 1	7
IL GRUPPO AZIENDALE COME FENOMENO DI AGGREGAZIONE TRA IMPRESE.....	7
1.1. Il contesto delle aggregazioni aziendali.....	7
1.2. Le aggregazioni informali.....	9
1.3. Le aggregazioni formali contrattuali o “non equity”.....	10
1.4. Aggregazioni formali patrimoniali o “equity”	11
1.5. La definizione di gruppo.....	13
1.5.1. Il concetto di “direzione e coordinamento di società”	15
1.5.2. La responsabilità	17
1.5.3. Pubblicità e trasparenza dell’informazione	18
1.5.4. La tutela del socio in caso di ingresso o recesso di una società dal gruppo.	19
1.6. Le tipologie e classificazioni dei gruppi.....	20
1.7. Il caso Ermenegildo Zegna: dall’azienda al gruppo.....	22
CAPITOLO 2	28
LE MOTIVAZIONI CHE PORTANO ALLA CREAZIONE DEI GRUPPI. 28	
2.1. Ristrutturazioni aziendali in situazioni di crisi.....	29
2.2. Riduzione delle complessità.....	31
2.3. Riduzione del rischio di impresa.....	31
2.4. Conseguimento di economie.....	32
2.5. Aumento della capacità di credito	34
2.6. Sfruttamento della leva azionaria e finanziaria.....	35
2.7. Gestione del passaggio generazionale	35
2.8. Agevolare la cessione dell’azienda	37
2.9. Riduzione del carico fiscale	38
2.10. Le motivazioni che hanno portato alla costituzione del Gruppo Zegna ..	41

CAPITOLO 3.....	43
LE MODALITÀ DI FORMAZIONE DEI GRUPPI.....	43
3.1. Acquisizione di partecipazioni di controllo in altre imprese	44
3.2. Conferimento in una società dei pacchetti di controllo di altre imprese	45
3.3. Scorporo di rami di attività	49
3.4. Costituzione di nuove società.....	49
3.5. Le modalità di costituzione del Gruppo Ermenegildo Zegna	50
CAPITOLO 4.....	53
LA LEVA AZIONARIA	53
4.1. La separazione tra proprietà e controllo	53
4.2. Definizione di leva azionaria	55
4.3. La leva azionaria nel Gruppo Ermenegildo Zegna.....	56
CONCLUSIONI.....	64
BIBLIOGRAFIA	67
SITOGRAFIA.....	69

INTRODUZIONE

Negli ultimi decenni fattori come l'innovazione tecnologica e la globalizzazione hanno avuto un ruolo fondamentale nell'evoluzione delle aziende; esse hanno reso sempre più complesso il perseguimento del vantaggio competitivo, diventando spesso la causa di crisi di singole unità aziendali, o addirittura di segmenti di mercato.

Di conseguenza, per le aziende è diventato sempre più importante costruire e mantenere relazioni collaborative e aggregative più o meno intense, anche per effetto delle complessità che caratterizzano l'ambiente circostante.

Nel contesto delle aggregazioni aziendali, in particolare in quelle di tipo patrimoniale o *equity*, è possibile inserire il fenomeno del gruppo di imprese, inteso come *un complesso economico costituito da più aziende, aventi in prevalenza la forma giuridica di società per azioni, le quali, pur mantenendo la loro autonomia giuridica, vengono controllate da un medesimo soggetto economico che coordina l'attività di ognuna secondo un indirizzo unitario*¹.

La forma di gruppo è caratterizzata da vantaggi di tipo economico ed extra-economico che ne giustificano la costituzione: tra i primi è possibile menzionare la riduzione del rischio di impresa e delle complessità, l'effettuazione di ristrutturazioni per fronteggiare situazioni di crisi e il conseguimento di economie variamente configurate.

Per quando concerne i secondi, è importante ricordare lo sfruttamento delle leve azionaria e finanziaria, nonché la gestione del passaggio generazionale, la possibilità di usufruire di benefici fiscali e di aumento della capacità di credito.

Nel presente elaborato si vuole approfondire il concetto di gruppo, delineandone le principali caratteristiche in termini di tipologie, metodi di costituzione e motivazioni sottostanti la loro formazione, nonché il concetto di leva azionaria.

¹ S. TERZANI, Il bilancio consolidato, Padova, Cedam, 1992, p.6.

La tesi si sviluppa in quattro capitoli. In particolare, nel primo capitolo si è proceduto ad analizzare il contesto delle aggregazioni aziendali all'interno delle quali si inserisce il gruppo aziendale, analizzando le sue definizioni, la sua disciplina nell'ordinamento giuridico italiano e le sue tipologie e classificazioni.

Nel secondo capitolo si sono analizzate le principali motivazioni sottostanti alla creazione dei gruppi.

Nel terzo capitolo si è proceduto ad analizzare le modalità di formazione dei gruppi aziendali.

Nel quarto capitolo si è analizzato il concetto di sfruttamento della leva azionaria.

Al termine di ciascun capitolo si procede a effettuare uno studio del gruppo Ermenegildo Zegna, attraverso una ricerca e un riscontro degli elementi in precedenza affrontati dal punto di vista teorico.

Tale scelta è dovuta alla volontà di approfondire la storia del caso in esame, in particolare la sua evoluzione da singola azienda a gruppo, le sue caratteristiche in base alla tipologia di gruppo e le motivazioni che possono aver portato alla sua costituzione. Infine, si procede a fare un'analisi sulla leva azionaria del gruppo.

CAPITOLO 1

IL GRUPPO AZIENDALE COME FENOMENO DI AGGREGAZIONE TRA IMPRESE

1.1. Il contesto delle aggregazioni aziendali

Le aziende sono sistemi economici aperti, ossia istituti che nei propri mercati di riferimento influenzano e vengono influenzati dai comportamenti degli altri soggetti che operano al loro interno, costituendo e mantenendo con essi relazioni più o meno intense.

Tali relazioni possono essere di natura competitiva oppure collaborativa, dovute alla necessità di tenere sotto controllo la complessità dell'ambiente circostante nonché all'esigenza di rispondere in modo tempestivo alle minacce e opportunità tipiche del cambiamento.

La definizione di azienda in termini di istituto sociale, con le caratteristiche dominanti di tipo economico-produttivo, porta a favorire una continua instaurazione di relazioni cooperative e forme di collaborazione più o meno intense, portando così alla formazione di unioni, coalizioni, intese e aggregazioni aziendali di diverse tipologie e caratteristiche.

Per quanto riguarda la definizione di aggregazione aziendale, essa viene definita come *l'unione tra aziende caratterizzata dalla presenza necessaria di legami inter-aziendali di tipo organizzativo, con carattere di stabilità temporale e rilevanti motivazioni tecnico operative, economiche e finanziarie, instaurati da una entità economico-produttiva con altre entità ad essa esterne*².

² Cassandro P.E., I gruppi aziendali, Cacucci, Bari, 1965, p.15

Ai fini del presente elaborato, risulta funzionale distinguere le tipologie di aggregazione in base al loro grado di formalizzazione, ossia considerando la presenza di una struttura giuridica e amministrativa che disciplina i rapporti tra le singole entità.

Secondo questa interpretazione, si distinguono aggregazioni informali e aggregazioni formali.

Le aggregazioni informali vengono classificate a seconda della tipologia di legame che si viene a formare tra le aziende; si distinguono così, aggregazioni informali basate su legami tecnico-produttivi, personali o finanziari.

Le aggregazioni formali si distinguono, invece, nelle seguenti forme:

- Su base contrattuale, i cui legami sono regolati da negozi giuridici.
Solitamente, l'esigenza di un accordo formale è dovuta alla necessità di conseguire un obiettivo ben definito, strutturato con un impegno nel medio-lungo periodo. Di regola, questi accordi vengono realizzati come veri e propri piani strategici che stabiliscono le azioni e le risorse che i diversi soggetti devono eseguire in comune al fine del perseguimento degli obiettivi di aggregazione. A titolo esemplificativo, rientrano in questa categoria i cartelli, i consorzi, le joint-venture, i contratti di affitto e di associazione in partecipazione, così come i contratti di franchising e le associazioni temporanee di imprese;

- Su base patrimoniale, fondate sul possesso di partecipazioni nel capitale delle aziende.

Il possesso di partecipazioni può spaziare da quantità irrilevanti dal punto di vista del controllo, oppure in misura sufficiente da esercitare un'influenza notevole o dominare l'impresa partecipata, con la possibilità di raggiungere un complesso unitario a seguito di incorporazioni o fusioni delle aziende.

Nel nostro ordinamento, l'art. 2359 C.C. disciplina i legami di collegamento e di controllo.

Si parla di collegamento quando un'impresa dispone di una "influenza notevole" su un'altra. La norma stabilisce una presunzione di influenza notevole quando si detiene:

- a) Il 20% dei voti esercitabili nell'assemblea ordinaria;
- b) Il 10% dei voti esercitabili nell'assemblea ordinaria in caso di società quotata in mercati regolamentati.

Si parla di controllo quando un'impresa dispone di una "influenza dominante" su un'altra impresa, vale a dire quando:

- a) Dispone, direttamente o indirettamente, della maggioranza dei voti esercitabili in assemblea ordinaria;
- b) Dispone di un numero di voti sufficiente per esercitare un'influenza dominante in assemblea ordinaria;
- c) Esistono particolari vincoli contrattuali.

1.2. Le aggregazioni informali

Le aggregazioni informali si caratterizzano dall'assenza di strutture convenzionali per la loro costituzione, nonché dal carattere di precarietà: sono infatti legami che spesso durano per tutta la vita delle aziende che ne fanno parte, ma al contempo possono cessare anche in via unilaterale se vengono meno le condizioni che hanno portato alla loro costituzione.

I legami informali non sono perciò stabiliti e disciplinati da norme giuridiche e la loro nascita avviene solitamente a seguito di stretti rapporti economici e finanziari o da relazioni di natura personale volti a creare una stretta connessione tra le imprese coinvolte.

Questo tipo di aggregazione si contraddistingue per il carattere di flessibilità, ciò fa sì che venga intrapreso da aziende, le quali operano in contesti di mercato incerti.

Inoltre, il carattere di flessibilità lo rende la forma ideale nel caso di iniziative di breve periodo, che possono, tuttavia, essere uno strumento adottabile da aziende che perseguono comportamenti opportunistici.

La dottrina distingue le aggregazioni informali a seconda della tipologia di legame che si viene ad instaurare: si segnalano così i legami di tipo tecnico-produttivo, ove l'interdipendenza tra le imprese è dovuta dall'elevata integrazione tra le singole catene del valore; a titolo esemplificativo rientrano in questa classificazione forme quali i distretti, le reti di subfornitura e le costellazioni.

Un'ulteriore distinzione riguarda le aggregazioni informali basate su legami personali, caratterizzati dalla presenza di vincoli cooperativi basati su responsabilità e onorabilità delle singole entità, come ad esempio sono le *city communities of interests* e i *gentlement's agreements*.

Infine, emerge una terza classificazione che evidenzia la tipologia dei legami di tipo finanziario, dove l'aggregazione è conseguenza di rilevanti apporti di risorse finanziarie che comportano un assoggettamento dell'impresa finanziata all'impresa finanziatrice.

1.3. Le aggregazioni formali contrattuali o “non equity”

Questa seconda forma di aggregazione si differenzia da quella in precedenza esaminata per la presenza di un accordo formale che costituisce il legame tra due o più imprese; esso disciplina aspetti quali l'ambito di applicazione, le responsabilità e i vincoli dell'accordo.

Proprio per questa caratteristica, le aggregazioni su base contrattuale si distinguono per una maggiore rigidità che comporta anche una maggiore certezza e stabilità del legame tra le entità coinvolte.

Questa tipologia di aggregazione prevede ulteriori classificazioni a seconda della caratteristica che si vuole osservare; quelle maggiormente utilizzate sono l'estensione e la durata dell'accordo stipulato.

A seconda dell'estensione dell'accordo, è possibile distinguere aggregazioni con effetti sull'intera attività delle imprese coinvolte, dalle aggregazioni che, al contrario, interessano determinate attività o aspetti.

In relazione alla durata dell'accordo, si distinguono le aggregazioni permanenti da quelle transitorie; nell'ultimo caso è presente un termine che sancisce la fine dell'accordo, e che può essere di tipo assoluto, o variare a seconda che vengano o meno raggiunti determinati obiettivi prefissati nel contratto.

Tra le forme di aggregazioni a base contrattuale, le più frequenti sono costituite dai contratti di affitto d'azienda, i cartelli, i consorzi, i *franchising*, le *joint ventures* e le associazioni in partecipazione.

1.4. Aggregazioni formali patrimoniali o “equity”

A differenza delle tipologie di aggregazione viste finora, le aggregazioni formali patrimoniali o *equity* si caratterizzano per l'instaurazione di un legame di carattere patrimoniale: ciò significa che si realizzano attraverso l'acquisizione di una quota del patrimonio di una o più imprese.

Questa forma di aggregazione comporta dunque che un'azienda diventi socia di un'altra azienda, con conseguente possibilità di instaurare legami durevoli tra unità economiche e possibilità di partecipare in modo attivo alla vita dell'altra azienda.

A differenza delle aggregazioni di tipo contrattuale, quelle patrimoniali si caratterizzano da legami realizzati in un'ottica di lungo termine che ha per oggetto la gestione delle singole unità aziendali: le aggregazioni su base patrimoniale, infatti, risultano meno forti e indirizzate a una determinata attività aziendale, con conseguente durata limitata.

Al loro interno è possibile distinguere i legami di collegamento da quelli di controllo. I primi riguardano l'influenza notevole che un'azienda ha nei confronti di un'altra azienda, e ciò è disciplinato dal Codice Civile come l'esercizio di almeno un quinto dei voti in assemblea ordinaria, ovvero un decimo se la società è quotata sul mercato regolamentato.

I secondi hanno luogo nel momento in cui sia presente un'influenza dominante nei confronti di un'altra impresa, ossia quando si dispone, in modo diretto oppure indiretto, della maggioranza dei diritti di voto esercitabili in assemblea ordinaria, ovvero voti sufficienti a esercitare un'influenza dominante, ovvero ancora in caso di particolari vincoli contrattuali.

La forma tipica di aggregazione di tipo patrimoniale è costituita dai gruppi.

Sono tuttavia presenti ulteriori due tipologie di aggregazione patrimoniale, tipiche di altri ordinamenti giuridici: i *Konzern* tedeschi, e i *Trust* anglosassoni.

I *Konzern* tedeschi sono spesso identificati come gruppi per via delle loro analogie, ma si distinguono per la presenza di un insieme di imprese legate tra di loro da rapporti di natura patrimoniale e, allo stesso tempo, da legami di tipo contrattuale che garantiscono l'esercizio del controllo da parte della società capogruppo.

È frequente trovare all'interno dei *Konzern* la presenza di coalizioni che comportano, per una società, di diventare controllata di un'altra, mantenendo la propria individualità giuridica. Questo comporta, per i soci di minoranza, la possibilità di usufruire di un "equo indennizzo" in denaro oppure in azioni della società affiliante.

Allo stesso tempo, è frequente la presenza dei cc.dd. "patti di dominio" che consentono a una società di affidare la sua direzione a un'altra.

I *Trust* anglosassoni sono degli istituti che disciplinano le relazioni tra tre soggetti: il fiduciante, che affida un bene a un proprietario detto trustee fiduciario, il quale ha il compito di amministrarlo a favore di un beneficiario.

Questa forma di aggregazione consente alle aziende di rimanere giuridicamente indipendenti, ma al contempo di unirsi tramite legami di natura patrimoniale che fanno capo a un organismo di collegamento, ossia il trustee fiduciario.

L'organismo di collegamento, che nel caso di aggregazioni tra imprese è il *board of trustees*, ha il compito delegato di raccogliere i titoli trasferiti dagli azionisti delle società aggregate: tale organismo eserciterà il controllo delle aziende aggregate in forma unitaria.

Gli azionisti, d'altra parte, ricevono in cambio dei certificati di trust che comportano diritti di natura patrimoniale e non amministrativi; dunque, essi potranno avere diritto alla partecipazione agli utili che derivano dalla gestione unitaria delle imprese in proporzione alla percentuale di azioni che hanno ceduto, ma non potranno partecipare al governo del gruppo.

Le tipologie di aggregazioni esaminate finora possono essere sintetizzate nella figura 1.

Aggregazioni informali	Aggregazioni formali contrattuali	Aggregazioni formali patrimoniali
<ul style="list-style-type: none"> • <u>Di natura tecnico-produttiva</u> • Reti di subfornitura • Costellazioni • Distretti industriali • <u>Di natura personale</u> • City communities of interests • Gentlemen's agreements • <u>Di natura finanziaria</u> 	<ul style="list-style-type: none"> • Contratti di affitto d'azienda • Cartelli • Consorzi • Gruppo Europeo di Interesse Economico (GEIE) • Associazioni temporanee tra imprese • Franchising • Joint ventures • Associazioni in partecipazione 	<ul style="list-style-type: none"> • Gruppi • Konzern • Trust

Figura 1: schema riassuntivo delle tipologie di aggregazioni

1.5. La definizione di gruppo

Le aggregazioni su base patrimoniale appena esaminate possono condurre alla costituzione dei gruppi di imprese.

Il fenomeno di gruppo, nonostante la sua diffusione nella realtà economica, è stato a lungo regolamentato da isolate norme di settore, tra cui i Testi Unici in materia bancaria, creditizia, di intermediazione finanziaria e dalla legge sull'amministrazione straordinaria delle grandi imprese in crisi.

Diversi studiosi hanno fornito una loro definizione di gruppo, a seconda dei differenti elementi utilizzati per caratterizzarlo.

Prima della riforma societaria, emergeva la definizione di gruppo di Azzini, il quale considerava il gruppo come un'unica azienda caratterizzata dalla presenza, al suo interno, di un insieme di attività economiche relativamente indipendenti, che poiché appartenenti a un gruppo, erano anche in grado di perseguire le condizioni durature di equilibrio economico. Inoltre, definiva la struttura di gruppo come la presenza di società indipendenti controllate da una capogruppo.

Con l'introduzione della prima legge sull'amministrazione straordinaria delle grandi imprese in crisi, viene delineato il concetto di "direzione unitaria"; con esso veniva fatto riferimento all'esercizio di un potere da parte di una società sovraordinata mediante direttive e atti di indirizzo che influivano in modo persuasivo sulla gestione operativa, finanziaria e strategica delle società controllate.

Con la riforma del diritto societario avvenuta con il D. Lgs n. 6/2003, questo fenomeno ha trovato un primo riconoscimento giuridico nel Codice Civile, con l'introduzione della sezione intitolata "Direzione e Coordinamento di Società" negli articoli dal 2497 al 2497-*septies* del Capo IX, Titolo V del libro V del Codice Civile.

Il legislatore si è occupato di definire alcuni aspetti dei gruppi finalizzati soprattutto ad evitare situazioni di incompatibilità tra le società controllate e la società controllante. In particolare, si è voluta disciplinare l'estensione della responsabilità relativamente alla società capogruppo in caso di violazione della corretta gestione societaria ed imprenditoriale, per evitare che la gestione nella forma di gruppo diventasse uno strumento abusivo di potere della società madre nei confronti delle controllate.

Ciononostante, la riforma non ha fornito una definizione di gruppo; è possibile, tuttavia, trovare in letteratura diverse spiegazioni di questo fenomeno, data la sua diffusione nel contesto economico passato e attuale.

In particolare, si è cercato di dare una definizione a partire dalle nozioni di impresa in senso economico e giuridico, così da portare a una definizione economica di gruppo aziendale e alla definizione giuridica di gruppo tra imprese.

Relativamente alla definizione di impresa in senso economico, con essa si fa riferimento a quell'entità di produzione che sviluppa al suo interno una trasformazione imprenditoriale, economica e produttiva controllata da un'unica autorità imprenditoriale³.

Per quanto concerne alla definizione giuridica, l'impresa è quel soggetto titolare di diritti e doveri relativi all'attività di produzione o di scambio svolta dalla medesima.

Con queste riflessioni è stato possibile giungere a una definizione del fenomeno di gruppo. In particolare, la definizione economica fa riferimento al gruppo come un'impresa che, attraverso una pluralità di unità operative sottoposte a direzione unitaria, opera una trasformazione imprenditoriale, finanziaria, economica e produttiva tipica di una impresa.

Dal punto di vista giuridico, viene definito come un'entità economica caratterizzata da più imprese giuridicamente perfette sottoposte a direzione unitaria da parte di un altro soggetto.

È possibile così dare una definizione univoca, in termini economici e giuridici del fenomeno di gruppo: esso è un'entità economica formata da una pluralità di unità giuridicamente perfette sottoposte alla direzione unitaria da parte di un unico soggetto economico.

Da queste definizioni emergono alcuni elementi caratterizzanti dei gruppi: una pluralità di imprese giuridicamente perfette e lo svolgimento di una trasformazione imprenditoriale attraverso una direzione unitaria.

1.5.1. Il concetto di “direzione e coordinamento di società”

A seguito della Riforma del Diritto Societario avvenuta nel 2003, il legislatore ha integrato il concetto di coordinamento, definendo una serie di norme classificate come con l'espressione di “attività di direzione e coordinamento” per definire l'elemento caratterizzante dei gruppi.

³ Mella, 2014.

Tale espressione riprende il concetto di direzione unitaria introdotto nella prima legge sull'amministrazione straordinaria delle grandi imprese, che fa riferimento alla possibilità, per la società sovraordinata, di influire sulla gestione delle società sottostanti.

Con il termine di "coordinamento", si delinea la realizzazione di una politica di gruppo consistente in una serie di sinergie tra le unità coinvolte.

La riforma non ha stabilito le modalità con le quali possa essere esercitata l'attività di direzione e coordinamento, ma ha introdotto delle presunzioni negli articoli 2497-*sexies* e 2497-*septies* del Codice Civile.

L'articolo 2497-*sexies* stabilisce la presunzione che l'attività di direzione e coordinamento venga effettuata da parte della società o dell'ente tenuto alla redazione del bilancio consolidato o che esercita un potere di controllo secondo quanto stabilito dall'articolo 2359 del Codice Civile.

L'art. 2359 del Codice Civile stabilisce che il controllo si ha quando la società sovrastante dispone del controllo di diritto, ossia della maggioranza dei voti esercitabili nell'assemblea ordinaria della società controllata; del controllo di fatto, ossia quando ha un numero di voti sufficiente per esercitare un'influenza dominante nell'assemblea ordinaria nella controllata; del controllo contrattuale, ossia quando esercita un'influenza dominante a seguito di particolari vincoli contrattuali.

Le prime due fattispecie costituiscono il c.d. controllo interno, l'ultima rappresenta una forma di controllo esterno a seguito della stipula di alcuni contratti tipici dell'impresa, quali, a solo titolo di esempio, i contratti di agenzia, somministrazione, concessione di vendita etc., con conseguente vincolo di dipendenza economica delle controllate verso la controllante.

La presunzione si chiude con l'articolo 2497-*septies* che prevede che tale attività possa essere esercitata anche tramite contratti stipulati con le società o mediante clausole presenti nei loro statuti, dunque anche in caso di controllo extracontrattuale.

In conclusione, questi concetti definatori hanno delineato una differenza tra gruppo aziendale e azienda divisa: quest'ultima opera in più luoghi attraverso succursali,

stabilimenti o filiali che non hanno autonomia giuridica, ma sono appartenenti a una sola società.

La riforma ha inoltre trattato alcune problematiche tipiche di questo fenomeno, in particolare:

- a) La responsabilità del soggetto che esercita l'attività di direzione e coordinamento nell'interesse del gruppo;
- b) La pubblicità del gruppo e trasparenza nell'informazione contabile;
- c) La tutela del socio in caso di ingresso o recesso di una società dal gruppo.

1.5.2. La responsabilità

La riforma, nella disciplina della direzione e coordinamento di società, ha anche affrontato, come definito poc' anzi, il tema della responsabilità, che si può trovare nell'articolo 2497 del Codice Civile, che stabilisce nel primo periodo che *“Le società o gli enti che, esercitando attività di direzione e coordinamento di società, agiscono nell'interesse imprenditoriale proprio o altrui in violazione dei principi di corretta gestione societaria e imprenditoriale delle società medesime, sono direttamente responsabili nei confronti dei soci di queste per il pregiudizio arrecato alla redditività ed al valore della partecipazione sociale, nonché nei confronti dei creditori sociali per la lesione cagionata all'integrità del patrimonio della società. Non vi è responsabilità quando il danno risulta mancante alla luce del risultato complessivo dell'attività di direzione e coordinamento ovvero integralmente eliminato anche a seguito di operazioni a ciò dirette”*.

L'articolo ritiene come soggetti direttamente responsabili le società e gli enti che esercitano l'attività di direzione e coordinamento nei confronti di altre società; il secondo periodo del citato articolo chiarisce l'ambito di responsabilità nel caso in cui ad esercitare tale attività sia una persona fisica. Infatti, tale comma specifica che la responsabilità sia solidale tra chiunque abbia preso parte al fatto lesivo o ne abbia tratto vantaggio in maniera consapevole.

Il presupposto della responsabilità si può ritrovare nell'illiceità della condotta e nell'esistenza di un danno. La norma ha specificato, nei periodi successivi, che la

responsabilità derivante dall'attività di direzione e coordinamento può essere di due tipologie: nei confronti dei soci delle controllate, e verso i creditori delle medesime.

Per quanto riguarda l'illiceità della condotta, essa fa riferimento alla violazione dei principi di corretta gestione societaria e imprenditoriale nelle società controllate.

Per tale si intende il mancato rispetto degli obblighi generali di diligenza nell'amministrazione, della legge e dello statuto, ma anche di gestione senza conflitti di interessi. Inoltre, all'interno della corretta gestione è possibile includere il concetto dell'interesse di gruppo, inteso come il perseguimento di politiche legittime.

La società controllante, di norma, si occupa di prendere decisioni relative alla strategia del gruppo, all'accentramento delle funzioni contabili e amministrative, nonché quelle fiscali al fine di perseguire i vantaggi dei gruppi in termini di minori costi. Per questo motivo, essa deve consentire alle società controllate di generare utili assicurando la redditività della partecipazione dei soci di minoranza.

Dunque, la violazione dei corretti principi di gestione societaria si può sintetizzare come un comportamento nel quale la *holding* imponga determinate operazioni o attività nel suo esclusivo interesse, di altre società del gruppo o di altri soggetti terzi al fine di trarne un vantaggio non compensativo, nonché una decurtazione della ricchezza di una o più società.

1.5.3. Pubblicità e trasparenza dell'informazione

Relativamente alla pubblicità, la riforma ha previsto per la società controllata di rendere nota l'espressione di "soggezione all'altrui attività di direzione e coordinamento" con l'iscrizione presso un'apposita sezione del Registro Imprese e attraverso la sua indicazione negli atti e nella corrispondenza.

Questo adempimento, che ha funzione di pubblicità notizia, ha lo scopo di rendere visibile ai terzi l'aggregazione del gruppo e fare in modo che essi possano valutarne i vantaggi o gli svantaggi.

In tema di informazione contabile, è prevista l'indicazione di un prospetto riepilogativo in Nota Integrativa dei dati più importanti relativi all'ultimo bilancio della società o ente che esercita l'attività di direzione e coordinamento. Inoltre, è richiesta al suo interno l'indicazione di tutte le partecipazioni possedute in via diretta o indiretta in imprese controllate o collegate, con l'indicazione della sede, capitale sociale, patrimonio netto, utile o perdita relativa all'ultimo esercizio, nonché la quota posseduta e il suo valore in bilancio.

Tra gli ulteriori obblighi è stata prevista l'indicazione nella Relazione sulla Gestione da parte degli amministratori dei rapporti avvenuti tra la società che esercita il potere di direzione e coordinamento e le altre società che ne sono soggette, così come l'effetto dei medesimo sui risultati. Gli amministratori devono inoltre motivare le decisioni intraprese con indicazione di come esse possano agire nell'interesse della società.

Nel caso in cui la società controllata abbia i presupposti per la redazione del bilancio in forma abbreviata, non si ha l'obbligo di formulare la relazione sulla gestione; in tale circostanza, le informazioni saranno inserite in Nota Integrativa.

1.5.4. La tutela del socio in caso di ingresso o recesso di una società dal gruppo

La Riforma ha voluto disciplinare il tema della tutela del socio nel caso di recesso, questo perché il fatto di fare parte di un gruppo comporta alcune situazioni di rilievo, quali ad esempio essere soggetti alle modifiche degli obiettivi del gruppo o ad alcune decisioni di non poca importanza, influenzando l'entità dell'investimento del socio nella società.

La tutela del socio viene disciplinata dall'art. 2497-*quater*, che stabilisce la possibilità per il socio di una società soggetta all'attività di direzione e coordinamento, di recedere nel caso in cui sussistano le seguenti condizioni:

- a) La società che esercita l'attività di direzione e coordinamento ha deliberato una trasformazione che comporta il cambiamento del suo scopo sociale oppure una deliberazione di modifica dell'oggetto sociale;

- b) Il socio ha ottenuto una sentenza di condanna della società o ente che esercita l'attività di direzione e coordinamento;
- c) Nel momento di inizio o cessazione dell'attività di direzione e coordinamento, quando questa comporta una modifica delle condizioni di rischio dell'investimento e non vi sia un'offerta pubblica di acquisto.

1.6. Le tipologie e classificazioni dei gruppi

Esistono numerose classificazioni dei gruppi aziendali; ai fini del presente elaborato risulta più funzionale l'indicazione di quelle principali, che distinguono i gruppi in base alla natura della società capogruppo, la sua attività economica e struttura formale.

Una prima classificazione dei gruppi aziendali consiste nel fare riferimento alla natura giuridica della società capogruppo; e cioè la natura dell'azionista di maggioranza.

Si distinguono gruppi pubblici, all'interno dei quali le unità sono controllate da aziende pubbliche, gruppi privati, nei quali il controllo della società madre è esercitato da persone fisiche, e gruppi misti, con la presenza di partecipazioni di controllo da parte di entrambe le categorie in modo paritetico.

Se si fa riferimento alla natura della capogruppo, è possibile distinguere le *holding* pure da quelle miste; le prime hanno per oggetto la gestione finanziaria del gruppo, le seconde, invece, oltre all'attività finanziaria presentano le componenti industriale e commerciale.

Se si guarda alla classificazione in base alle combinazioni economiche del gruppo, è possibile distinguerli in base all'intensità dei legami e al grado di integrazione tra aziende.

In base all'intensità dei legami è possibile distinguere gruppi operativi da quelli finanziari; i primi presentano dei collegamenti di tipo industriale tra le diverse attività che rendono più efficiente una struttura in forma di gruppo. I secondi sono detti anche conglomerati, e sono gruppi nei quali le società che li compongono

svolgono attività diverse senza un legame di tipo industriale. Infatti, l'unico legame che si viene ad instaurare è quello finanziario, mettendo insieme le risorse.

La distinzione per grado di integrazione comporta l'esistenza di gruppi integrati verticalmente oppure orizzontalmente. I primi si caratterizzano dalla presenza di più fasi della filiera produttiva, con la presenza di società a monte e a valle. I secondi, al contrario, sono costituiti da società che realizzano prodotti diversi utilizzando gli stessi fattori produttivi. In questo contesto è possibile effettuare aggregazioni a monte oppure a valle a seconda della fase in cui si vuole avere maggiore controllo.

L'ultima classificazione consiste nella definizione della struttura formale del gruppo; sotto questa accezione i gruppi vengono esaminati tenendo in considerazione la loro dimensione, il grado di dipendenza delle aziende, la struttura formale e l'estensione geografica.

Secondo la loro dimensione, è possibile distinguere grandi e piccoli gruppi, ma questa classificazione non è sempre stata accettata in quanto non era sempre facile fornire dei parametri corretti. Nella prassi, si tende a definire grande un gruppo quando supera i limiti dimensionali per la redazione del bilancio consolidato.

La distinzione per grado di dipendenza delle aziende comporta l'esistenza di due tipologie di gruppi: quelli verticali e orizzontali. I primi sono caratterizzati da legami di natura finanziaria tra la società capogruppo e le sue controllate, che consentono alla prima di ottenere una posizione dominante su tutte le altre.

In quelli orizzontali, al contrario, non è presente una *holding* in posizione sovrastante, ma è possibile riscontrare un numero di imprese che collaborano sullo stesso piano in presenza di direzione unitaria.

Il criterio della struttura formale comporta la distinzione tra gruppi semplici, complessi, o a catena. I primi sono caratterizzati da legami tra la società capogruppo e una singola impresa; i secondi presentano una società capogruppo che detiene partecipazioni di controllo in diverse imprese. Infine, quelli a catena presentano relazioni reciproche tra la *holding* e le società sottostanti.

La classificazione per estensione geografica distingue i gruppi tra nazionali, multinazionali e transnazionali; i primi sono costituiti da società che appartengono al medesimo paese, per cui sono regolate tutte dallo stesso ordinamento giuridico.

I gruppi multinazionali sono caratterizzati dalla base in un paese, ma comprendono anche società, ad esempio quelle distributive, in paesi esteri.

Infine, i gruppi transnazionali sono frazionati in diversi paesi del mondo e hanno perso il legame con le imprese che storicamente lo hanno originato, per cui sono nati in un paese, ma il loro elevato sviluppo all'estero ha fatto in modo da renderli più operativi nei paesi stranieri piuttosto che nel paese originario.

1.7. Il caso Ermenegildo Zegna: dall'azienda al gruppo

Le origini del Gruppo Zegna possono essere ritrovate nella costituzione della società Zegna & Giardino, da parte di Costanzo Giardino Vitri e dei fratelli Edoardo, Mario ed Ermenegildo Zegna nel 1910, a Trivero, in provincia di Biella.

Nasce dunque come un lanificio, che costituisce il primo stabilimento produttivo dell'attuale gruppo, il quale si occupava dell'importazione di fibre naturali di qualità per la produzione di pannilana, ossia stoffa per la produzione di abbigliamento.

Negli anni successivi il lanificio subisce alcuni cambi di ragione sociale; nel 1915, a seguito del recesso unilaterale di Costanzo Giardino Vitri dalla società, essa prese il nome di "Lanificio Fratelli Zegna di Angelo".

Quando, nello stesso anno, decise di uscire dalla società anche il fratello Edoardo, rimasero come unici soci Ermenegildo e Mario, che proseguirono con la gestione della società.

Nel 1929 venne depositato il marchio "Electa", andando contro le tendenze di quel periodo storico; i migliori tessuti che venivano commercializzati erano inglesi, e l'idea di marchiare un tessuto prodotto in Italia era senza dubbio un gesto che poteva aprire nuove possibilità al Brand ma che non offriva garanzie di successo.

Di conseguenza, per evitare che i grossisti rivendessero tali tessuti trasmettendo in modo falso la loro provenienza inglese, Ermenegildo Zegna cercò di trovare una modalità per offrirli ai clienti senza il loro coinvolgimento.

Tra il 1931 e il 1937 la società affronta dunque un periodo importante: viene introdotta la distribuzione dei tessuti con la costituzione di tre società commerciali: la prima fu l'Anonima Drapperia Maschile (A.D.A.M.), che si occupava della vendita delle pezze intere di tessuto ai sarti che servivano la clientela migliore; in seguito, venne costituita la Società Anonima Tessuti Italiani Soltex (S.A.T.I.S.) rivolta alle sartorie che gestivano ordini con un quantitativo minore, e infine la Drapperie Esclusive Astrum (D.E.A.), per commercializzare le rimanenze.

Nel 1938 venne costituita la Zegna Woollens Corporation, la filiale che permise l'esportazione dei tessuti negli Stati Uniti.

Nel 1941 si sciolse il vincolo societario del Lanificio Fratelli Zegna di Angelo, per cui l'unico socio rimase Ermenegildo Zegna, che nel 1944 fece entrare in azienda i suoi due figli Aldo e Angelo cambiando ulteriormente ragione sociale in "Lanificio Ermenegildo Zegna e Figli".

Nel 1944 venne inoltre costituita la Società Torinese Industria Maglieria e Affini (S.T.I.M.A) un'industria che aveva per oggetto la fabbricazione e il commercio di maglieria il cui reparto produttivo venne trasferito nel lanificio a Trivero nel 1970, rimanendo operativo fino al 1989.

La costituzione di queste società ha rappresentato una prima forma di diversificazione dell'attuale Gruppo, in quanto hanno permesso di affiancare all'attività già esistente a Trivero, ossia la tessitura, l'attività di commercializzazione e di lavorazione della maglieria.

Quando negli anni '60, i figli di Ermenegildo Zegna subentrarono al padre, essi cercarono di espandere l'attività produttiva con la linea Ready-to-wear introducendo la confezione dell'abbigliamento maschile di alta gamma. Vennero così costituiti due ulteriori stabilimenti produttivi: la IN.CO Industria Confezioni per la produzione di capospalla, pantaloni e cappotti, e la Orsini per la produzione di cravatte. Queste due novità furono importanti nello sviluppo del Gruppo Zegna,

che riuscì in questo modo a integrare verticalmente nella sua attività anche la confezione.

Con questa espansione produttiva il futuro Gruppo Zegna iniziò a perseguire una strategia di internazionalizzazione con l'apertura di filiali commerciali in diversi paesi del mondo, tra cui la Francia, Germania, Spagna, Gran Bretagna, Turchia, USA, Messico, Giappone, Cina, Corea, Hong Kong, Singapore, Taiwan, Australia, nonché stabilimenti produttivi in Turchia, Svizzera, Spagna e Messico.

Per comprendere quando Ermenegildo Zegna sia effettivamente diventato un gruppo di imprese, è necessario effettuare uno studio per verificare se nel periodo antecedente la Riforma del diritto societario, vi fosse stata una definizione giuridica di gruppo.

Il Codice Civile del 1942 non definiva alcuna disciplina organica di questo fenomeno, ma già negli anni '30 si erano creati numerosi dibattiti riguardanti il tema poiché si trattava di un fenomeno già diffuso di cui era però difficile stabilire le caratteristiche, i vincoli e le responsabilità rispetto a un'azienda divisa che, al contrario, opera con più stabilimenti, filiali e succursali appartenenti a un'unica società.

Il legislatore, infatti, era a conoscenza della diffusione del fenomeno e dei vantaggi che esso portava; aveva infatti osservato nella relazione al Codice Civile, che *“Il raggruppamento di varie società attorno ad una che le controlla è un fenomeno che risponde tipicamente agli insegnamenti della moderna economia organizzata. Si tratta infatti quasi sempre della manifestazione del crescente sviluppo di un nucleo produttivo iniziale che si integra dando vita ad altre attività sussidiarie e collaterali, alle quali, per ragioni di razionale organizzazione, meglio conviene una gestione autonoma. I rapporti tra le società del gruppo che in tal modo si forma rappresentano dunque, in definitiva, un vantaggio per la produzione, mentre pongono al riparo le nuove società, che sorgono attorno alla madre, da eventuali difficoltà finanziarie, pur lasciando alle medesime la necessaria autonomia con la conseguente responsabilità degli uomini – normalmente tecnici specializzati – che ne sono a capo”*.

La nozione di gruppo ruotava dunque intorno al concetto di controllo, che venne trattato per la prima volta nell'art.2359 del Codice Civile, ed era all'epoca intitolato "acquisto di azioni da parte di società controllate". Esso disciplinava il divieto di una società di investire il capitale in azioni della società che esercitava il controllo su di essa o di altre controllate della stessa società.

La riforma del 1974 ha definito una nozione più estesa di controllo, introducendo anche l'obbligo di informazione contabile; essa ha modificato l'art.2359 del Codice Civile dando definizione di società controllata e collegata. Al suo interno, il controllo venne suddiviso nelle fattispecie di diritto, ossia quando una società disponeva della maggioranza di voto nell'assemblea ordinaria, e di fatto, in caso di influenza dominante a seguito di azioni, quote o particolari vincoli contrattuali.

L'emanazione, nel 1979, della prima legge sull'amministrazione straordinaria delle grandi imprese in crisi, ha introdotto il concetto di direzione unitaria.

La nascita del Gruppo Zegna può essere fatta risalire già negli anni '30, quando vengono costituite le prime società per la distribuzione dei tessuti. Si trattava di un gruppo orizzontale dove non vi era la presenza di una società in posizione sovraordinata rispetto alle altre, ma erano tutte sotto la direzione del medesimo soggetto, Ermenegildo Zegna.

Come anticipato, in quel periodo non era vi era una definizione giuridica di gruppo, ma il suo concetto dal punto di vista economico-aziendale era già diffuso, come affrontato nella relazione al Codice Civile; infatti, tale fenomeno si poteva già riscontrare in molte realtà di quel periodo, come il Gruppo Zegna.

Gli anni '80 sono stati il periodo di piena verticalizzazione del Gruppo: più precisamente, esso ha assunto tale forma nel 1984 a seguito della costituzione della "Ermenegildo Zegna Holditalia S.p.A." in qualità di capogruppo.

La società "Ermenegildo Zegna International N.V.", costituita nel 1978 è diventata la *subholding* olandese del Gruppo, che si occupava della gestione delle partecipazioni nelle società distributive estere.

L'Olanda era infatti un paese molto attrattivo per la costituzione di *holding*: esso ha introdotto il regime di Participation Exemption nel 1986, ossia il regime fiscale

privilegiato che consente, in capo alla *holding*, l'esenzione dei dividendi delle società partecipate, ed è stato introdotto in Italia soltanto dopo la Riforma del 2003.

Nei decenni successivi il Gruppo ha intrapreso un percorso di acquisizione di aziende italiane storiche nel settore tessile, che gli hanno permesso di specializzarsi in tutti i settori merceologici della filiera tessile, costituendo un gruppo completamente integrato verticalmente.

Tra le acquisizioni più importanti ritroviamo le Lanerie Agnona, Tessitura di Novara, Pettinatura di Verrone, Cappellificio Cervo, Bonotto, Dondi, Tessitura Ubertino, Filati Biagioli Modesto e Luigi Fedeli & Figlio.

Nel 2010, la *subholding* olandese è stata fatta confluire, attraverso una fusione per incorporazione, nella capogruppo italiana "Ermenegildo Zegna Holditalia S.p.A.", con l'obiettivo di ridurre i costi amministrativi, nonché abbreviare la catena del controllo del gruppo.

Oggi il Gruppo Ermenegildo Zegna è leader mondiale della moda di lusso maschile e impiega più di 6000 dipendenti. Esso mantiene la sua natura di family business ed è oggi condotto dalla quarta generazione della famiglia Zegna.

Dal 2023 gestisce la propria attività attraverso tre segmenti con i relativi marchi: Zegna, che include i prodotti a marchio Zegna, Tessile e marchi di terzi, Thom Browne e il segmento Tom Ford Fashion.

Il Gruppo Zegna ha inoltre stipulato un accordo di licenza della durata di venti anni con il Gruppo Estee Lauder, fondato dallo stilista Tom Ford nel 2005, che consente la produzione delle collezioni di abbigliamento maschile, femminile e per bambini, nonché accessori e prodotti delle categorie Home e Textiles del medesimo marchio. Questo consentirà al *brand* Tom Ford di rafforzare il proprio posizionamento del segmento del lusso.

Nella seguente figura è possibile osservare i ricavi negli esercizi 2020, 2021 e 2022 suddivisi per segmento, senza tenere in considerazione quello Tom Ford che è subentrato nel 2023.

<i>(€ thousands, except percentages)</i>	For the years ended December 31,			Increase/(Decrease)					
	2022	2021	2020	2022 vs 2021	%	% at constant currency	2021 vs 2020	%	% at constant currency
Zegna branded products	923,942	847,311	636,478	76,631	9.0%	4.1%	210,833	33.1%	32.9%
Thom Browne	330,014	263,397	179,490	66,617	25.3%	20.6%	83,907	46.7%	46.4%
Textile	136,769	102,244	87,615	34,525	33.8%	35.4%	14,629	16.7%	17.0%
Third Party Brands	97,792	74,957	82,273	22,835	30.5%	27.9%	(7,316)	(8.9%)	(7.5%)
Other	4,323	4,493	28,877	(170)	(3.8%)	(7.5%)	(24,384)	(84.4%)	(84.4%)
Total revenues	1,492,840	1,292,402	1,014,733	200,438	15.5%	11.0%	277,669	27.4%	27.3%

Figura 2: ricavi del Gruppo Zegna per segmento

Fonte: www.zegnagroup.com

Il gruppo Zegna ha una struttura verticale, nella quale è possibile distinguere una società capogruppo, la Ermenegildo Zegna N.V. che è risultata a seguito dell'operazione di trasformazione transfrontaliera della società Ermenegildo Zegna Holditalia S.p.A., diventando una società per azioni olandese.

Tale società si limita ad esercitare l'attività di direzione e coordinamento delle società controllate, nonché la gestione di tipo strategico e finanziario; prende infatti il nome di *holding* pura.

CAPITOLO 2

LE MOTIVAZIONI CHE PORTANO ALLA CREAZIONE DEI GRUPPI

In passato era frequente l'idea che la grande azienda fosse più conveniente e meno rischiosa rispetto a quella piccola, motivo per cui nel tempo le combinazioni produttive hanno sempre più accresciuto le proprie dimensioni.

I periodi di grande crisi sono stati fondamentali per comprendere che, seppur le aziende di più grande dimensione potessero usufruire di economie di scala, al contempo la loro gestione fosse caratterizzata da una difficoltà operativa più elevata. Al contempo, era possibile osservare, nelle combinazioni produttive di più piccola dimensione, la minor frequenza di alcune classi di rischio tipiche delle grandi aziende.

Per questo motivo, nel tempo, si è vista la diffusione del gruppo aziendale, un fenomeno aggregativo che consente di perseguire i vantaggi della grande e della piccola dimensione.

Le motivazioni alla base della formazione dei gruppi sono molteplici e dipendono dalle diverse modalità di costituzione di tali aggregazioni, a seconda che il gruppo risulti da un fenomeno aggregativo, oppure da un fenomeno disaggregativo, e al contempo dalle caratteristiche intrinseche dei gruppi che si vogliono costituire.

La motivazione di fondo nella formazione di aggregati, e dunque anche dei gruppi, consiste nella conservazione e miglioramento oppure nel ripristino delle condizioni di equilibrio economico-finanziario delle entità che partecipano all'aggregazione.

Questa motivazione di fondo può successivamente evolversi in motivazioni più specifiche tali da costituire un incentivo alla costituzione del gruppo e che possono fornire spiegazioni su come attuare al meglio il fenomeno di gruppo.

È possibile suddividere le motivazioni in due categorie: la prima, di natura economica, segue la logica di fondo della costituzione dei gruppi ed è quindi volta a mantenere, migliorare oppure ripristinare le condizioni di equilibrio economico-finanziario delle aziende coinvolte. La seconda, di natura extraeconomica, persegue obiettivi specifici di carattere speculativo e contingente e non è necessariamente volta al miglioramento dell'equilibrio economico.

Alle motivazioni di natura economica è possibile ricondurre le seguenti:

- Operare ristrutturazioni aziendali per fronteggiare situazioni di crisi;
- Riduzione delle complessità;
- Riduzione del rischio di impresa;
- Conseguimento di economie variamente configurate.

Alle motivazioni di natura extraeconomica è possibile ricondurre le seguenti:

- Aumento della capacità di credito;
- Sfruttamento della leva azionaria e finanziaria;
- Gestione del passaggio generazionale in un'azienda di famiglia;
- Agevolare la cessione d'azienda;
- Riduzione del carico fiscale;
- Creazione di unità produttive.

2.1.Ristrutturazioni aziendali in situazioni di crisi

Durante la vita di un'azienda può essere necessario procedere al riassetto della struttura operativa a seguito di cambiamenti ambientali e di mercato, per perseguire miglioramenti delle condizioni di efficacia ed efficienza, oppure per recuperare tali condizioni se risultano perse.

Le ristrutturazioni aziendali rappresentano lo strumento attraverso il quale è possibile agevolare lo sviluppo delle unità produttive così come affrontare delle crisi aziendali.

Queste finalità possono essere raggiunte con la creazione di un gruppo attraverso lo scorporo di uno o più rami di azienda da un'azienda indivisa, oppure attraverso

forme esterne di costituzione di un gruppo, quali l'acquisizione di partecipazioni, costituzione di nuove società, oppure conferimento di partecipazioni di controllo.

Per quanto concerne le ristrutturazioni di miglioramento attraverso lo scorporo, queste costituiscono uno strumento per razionalizzare la struttura operativa: quando infatti un'attività si trova ad affrontare una crescita legata a cambiamenti di mercato non pianificati, la possibilità di effettuare uno scorporo parziale, e dunque riferito soltanto ad alcune attività, permette di effettuare una correzione in ambito strutturale separando un ramo di attività specifico non più ritenuto funzionale al core business, oppure può continuare a gestirlo a seguito delle partecipazioni di controllo ottenute dal conferimento se il ramo in questione risulta essere strategicamente rilevante.

La necessità di effettuare uno scorporo può essere dovuta anche ad altri motivi, ad esempio quando l'azienda opera in segmenti non più compatibili a livello commerciale, finanziario e tecnologico, oppure quando questi provocano un'instabilità reddituale.

Le ristrutturazioni di miglioramento possono avvenire anche attraverso la costituzione di gruppi mediante modalità esterne, che consentono di aumentare l'attività, in senso orizzontale se riferito allo stesso settore, o verticale se si perseguono economie di scala.

Relativamente alle ristrutturazioni di ripristino delle condizioni di equilibrio economico-finanziario, esse hanno come obiettivo quello di evitare che le condizioni di crisi diventino irreversibili. Lo scorporo, in questo caso, consente di enucleare le aree che non risultano più remunerative, con conseguente costituzione di una struttura di gruppo tale da creare una apposita società da distaccare da quella "madre" che può essere successivamente interessata dalla procedura di liquidazione o cessione.

Le ristrutturazioni di ripristino per vie esterne possono avvenire anche con l'acquisizione delle partecipazioni di controllo in una società che possa intervenire in seguito sui problemi di carattere operativo, finanziario o economico-patrimoniale.

2.2.Riduzione delle complessità

La necessità di perseguire assetti flessibili e maggiormente governabili conduce le aziende a dotarsi di una struttura multidivisionale, caratterizzata dalla costituzione di centri di responsabilità.

La costituzione di un gruppo è tuttavia da preferire, in quanto viene attribuita autonomia giuridica e patrimoniale ai centri menzionati; si rende possibile una separazione tra l'attività operativa e quella strategica, rispettivamente assegnata alle singole aziende e alla capogruppo.

La possibilità di mantenere una gestione unitaria consente infatti di ridurre gli svantaggi e i rischi tipici di un'unica impresa di grandi dimensioni, come il coordinamento delle funzioni e lo svolgimento dell'attività, perseguendo comunque i suoi vantaggi.

2.3.Riduzione del rischio di impresa

La costituzione di un gruppo ha un impatto positivo nella riduzione di alcune fattispecie rischiose, tra cui il rischio imprenditoriale.

La responsabilità limitata caratteristica di ciascuna impresa consente di affrontare, per l'azionista di controllo, una minore responsabilità patrimoniale rispetto al caso in cui le controllate appartengano a un unico soggetto giuridico.

Questo permette di separare alcune attività, considerate maggiormente critiche rispetto ad altre, e fare in modo che il rischio delle prime non incida sulle altre, e che sia possibile, nell'ipotesi di crisi, la gestione della stessa senza il coinvolgimento dell'aggregato.

2.4. Conseguimento di economie

La struttura organizzativa di gruppo costituita da aziende che svolgono attività integrate orizzontalmente o verticalmente, consente di perseguimento di diverse “economie” tipiche delle aziende indivise.

I gruppi a integrazione orizzontale permettono il perseguimento di economie di scala ed economie di scopo.

I gruppi a integrazione verticale permettono il conseguimento di economie di controllo, economie di informazione, economie nei costi di transazione ed economie da operazioni congiunte.

Per tutte le tipologie di gruppo è inoltre possibile conseguire le economie amministrative.

Tra le tipologie di economie maggiormente note, troviamo le economie di scala, che permettono di ottenere risparmi di costi a seguito della riduzione dei costi unitari medi dovuti all'aumento delle dimensioni aziendali. Solitamente si riscontrano nella fase di trasformazione, ma è possibile ottenerle anche in riferimento alla catena di approvvigionamento dei fattori produttivi o nella fase di collocamento sul mercato. Le economie di scala sono caratterizzate dalla possibilità di ripartire i costi fissi su un maggior quantitativo di prodotti, e di conseguenza di avere una minore incidenza a livello unitario sul costo di produzione.

Relativamente alle economie di scopo, che si basano sull'eterogeneità dei prodotti e dei processi, ma che in ogni caso siano caratterizzati da complementarità, consentono il sostenimento di minori costi a seguito dello svolgimento comune dell'attività di produzione tra una pluralità di soggetti, a differenza del medesimo caso riferito separatamente.

Le economie da operazioni congiunte vengono conseguite a seguito dell'unione tecnologica delle fasi successive nel processo produttivo: esse si articolano in una riduzione delle fasi del processo operativo e di conseguenza dei costi di trasferimento, così come nello sfruttamento della capacità operativa non utilizzata o dispersa.

Le economie di controllo si riferiscono al vantaggio di controllare due o più fasi della filiera di produzione sfruttando l'integrazione tra le entità del gruppo. Ad esse si ricollegano anche le economie di informazione, che consentono una più facile acquisizione delle informazioni relative ai processi produttivi.

Le economie sui costi di transazione consistono nello sfruttamento del funzionamento imperfetto del mercato, riducendo i costi commerciali.

Il costo totale di una transazione si compone di due fattispecie: i costi di coordinamento, e i costi di produzione. I primi vengono sostenuti anteriormente alla stipula di un contratto per la sua formulazione e successivo controllo di esecuzione. A loro volta possono essere suddivisi in:

- a) Costi di ricerca, necessari alla raccolta di informazioni relative agli operatori economici oggetto dello scambio;
- b) Costi di negoziazione, che includono gli oneri legati alla negoziazione tra le parti e alla conclusione del contratto;
- c) Costi di controllo e regolazione, costituiti dagli oneri per le attività di controllo dell'esecuzione del contratto e per stabilire le sanzioni in caso di non conformità all'esecuzione.

I costi di produzione sono invece riferiti agli oneri necessari per l'esecuzione delle attività previste dal contratto medesimo.

Esistono due forme organizzative estreme per governare le transazioni: il mercato, inteso come l'impresa indipendente individuale, e la gerarchia, ossia l'unica grande organizzazione.

Nel mercato per effettuare le transazioni è sufficiente fare ricorso ai prezzi e alle quantità per ottenere tutte le informazioni necessarie a scambiare i beni e i servizi. Nella gerarchia non vi è mercato ma soltanto una unica grande organizzazione che al suo interno gestisce le norme di funzionamento delle transazioni.

Poiché la transazione può avvenire all'interno dell'impresa o nel mercato, i costi di produzione risultano più bassi se la transazione avviene nel mercato, e questo per la presenza di economie di scala e altre efficienze. Inversa è invece la situazione per

i costi di coordinamento, che in un'impresa sono fissi e incidono in misura differente a seconda del numero di transazioni che vengono effettuate internamente.

La teoria dei costi di transazione giustifica, dunque, il motivo di costituzione delle imprese, che per la loro struttura e organizzazione interna sono più efficienti nel coordinare le transazioni, poiché le stesse, se fossero gestite dal mercato, risulterebbero più onerose e meno rilevanti dal punto di vista informativo.

Tuttavia, risulta opportuno sottolineare che anche le organizzazioni interne siano caratterizzate dalla presenza di costi, in quanto il sovraccarico informativo della gerarchia potrebbe provocare la perdita di controllo e la crisi di questa forma di organizzazione.

I costi di produzione e quelli di coordinamento vanno dunque necessariamente confrontati: un'impresa sarà più motivata a espandersi fino a quando i costi necessari a realizzare una transazione in più nell'impresa diventano uguali ai costi da sostenere per realizzare la medesima transazione sul mercato.

Il gruppo, in quanto forma intermedia tra mercato e gerarchia, consente la riduzione dei costi di transazione e di organizzazione. La forma del gruppo, perciò, unisce i vantaggi delle due forme estreme di mercato, e permette così di risolvere le inefficienze del mercato in merito alla circolazione di informazioni, alle transazioni e al procurarsi del capitale. Inoltre, costituisce un incentivo per il management attraverso una autonomia maggiore di quella presente nelle grandi imprese, portando anche a una riduzione dei costi di governo.

Le motivazioni finora analizzate non sono sufficienti a comprendere gli incentivi nella creazione dei gruppi: è necessario analizzare anche le motivazioni extra-economiche che portano alla nascita e all'evoluzione dei gruppi.

2.5. Aumento della capacità di credito

La struttura del gruppo consente di migliorare la capacità di credito: la capacità di ottenere finanziamenti non riguarda infatti soltanto la società capogruppo, ma anche le singole controllate, il cui potere è ulteriormente rafforzato dall'appartenenza a un

gruppo di maggiori dimensioni. È indispensabile, tuttavia, che le entità del gruppo possano avere un maggiore e più conveniente accesso al mercato del credito, e al contempo una capacità di attrazione di nuovi soci, agendo su fenomeni quali la leva finanziaria ed azionaria.

Nel caso in cui il gruppo fosse costituito mediante lo scorporo, si darebbe origine a entità di minori dimensioni, che proprio per tale caratteristica, avrebbero un accesso più favorevole a forme di credito più agevolato che non sarebbero possibili per una azienda di dimensioni troppo elevate.

La costituzione di un gruppo risulta vantaggiosa anche relativamente al reperimento del capitale di rischio, aumentando la base dei soci potenziali.

2.6.Sfruttamento della leva azionaria e finanziaria

Il fenomeno di gruppo consente di ottenere benefici sfruttando le leve azionaria e finanziaria.

Con la leva azionaria, è possibile sfruttare la presenza dei soci di minoranza per controllare capitali di rischio maggiori di quanto possibile se l'entità fosse un'unica azienda indivisa, in particolar modo se la struttura del capitale è molto frazionata.

Alla leva azionaria, si può aggiungere anche lo sfruttamento della leva finanziaria, che consiste nella capacità di un'impresa di fare investimenti con il capitale di terzi. Questo consiste nell'aumento dell'indebitamento delle singole entità del gruppo, con la possibilità di ottenere una leva molto elevata a livello consolidato.

2.7.Gestione del passaggio generazionale

La creazione di gruppi per la gestione del passaggio generazionale è un fenomeno molto diffuso nel territorio italiano, in quanto riguarda maggiormente le imprese familiari, che nel nostro Paese rappresentano l'82% delle combinazioni produttive.

In un'azienda a matrice familiare si riscontrano maggiori complessità rispetto a un'impresa di tipo non familiare. Tipicamente al loro interno è possibile riscontrare

l'interazione di tre sfere di influenza: la famiglia, la gestione dell'impresa, e la proprietà, intesa come possesso di una quota di capitale. Tali sfere tendono a sovrapporsi a seconda delle caratteristiche dell'impresa, e nel caso in cui vi sia la presenza di più familiari, può diventare necessaria la suddivisione di poteri e responsabilità.

Un possibile strumento per raggiungere tale fine consiste nella costituzione di un gruppo, all'interno del quale ciascun membro della famiglia possiede la responsabilità di una o più entità autonome dal punto di vista formale: questo consente ai singoli membri l'assegnazione di responsabilità operative delle singole unità produttive, e analogamente, il mantenimento di una gestione comune per quanto concerne l'indirizzo strategico del gruppo.

È frequente riscontrare, in questo tipo di aziende e a seguito dello scorporo, la costituzione di una *holding* familiare a partire da un'azienda indivisa.

La *holding* familiare è caratterizzata dall'attribuzione di una più ampia autonomia decisionale ai componenti della famiglia, che possono in questo modo possedere partecipazioni nella capogruppo, in una o più entità autonome, o in entrambe.

Tale situazione consente, ai membri della famiglia che dispongono di una spiccata capacità imprenditoriale, la possibilità di essere coinvolti a livello operativo nell'azienda di famiglia, e viceversa agli altri membri, la possibilità di detenere una partecipazione a titolo di semplici investitori di capitale.

Un esempio di *holding* di famiglia nel gruppo Zegna è avvenuto nel 2006, con la costituzione della società semplice Monterubello a seguito della fusione delle società Zeus ed Hermes, a cui facevano capo le quote della famiglia di Angelo e Aldo Zegna, con un pacchetto del 50% ciascuno. Questa società semplice è diventata così la *holding* familiare del gruppo, che ha permesso di unire le compagini sociali; in passato era frequente la presenza delle *holding* "di ramo".

Nelle imprese familiari il tema della *holding* di famiglia è molto presente; in passato le aziende potevano domandarsi se fosse una scelta migliore costituire delle *holding* per ogni ramo di famiglia, oppure delle *holding* uniche all'interno delle quali fossero presenti i soci di tutte le famiglie.

La *holding* di ramo, tuttavia, si focalizza sull'accordo tra i partecipanti del medesimo: nel caso di discussioni, è necessario trovare una persona per ramo che lo rappresenti.

Le *holding* uniche, al contrario, possono essere caratterizzate dalla presenza di maggioranze trasversali, dove alcuni membri di un ramo possono associarsi ai membri dell'altro.

La scelta tra le due tipologie di *holding* di famiglia dipende anche dalla coesione dei rami familiari; laddove quest'ultima sia presente, la scelta di costituire le *holding* per ramo può essere quella migliore. Nel caso contrario in cui vi è una famiglia molto frazionata, risulta più adeguata la costituzione di una *holding* unica al fine di semplificare le decisioni.

Dunque, la costituzione della “Monterubello società semplice” in qualità di *holding* di vertice, ha modificato la precedente suddivisione per rami familiari, con l'intenzione di effettuare una riorganizzazione azionaria nella quale vi è un interesse comune: quello dell'impresa. Di conseguenza, gli otto azionisti della terza generazione della famiglia sono passati a detenere, ciascuno, una partecipazione del 12,5%.

Tale scelta è stata molto probabilmente presa nel momento in cui si è riscontrata una maggiore utilità nella costituzione di una *holding* unica di vertice, piuttosto che delle *holding* per ramo familiare, dovuta anche all'ingresso di un numero sempre maggiore di membri della famiglia Zegna in azienda.

La società semplice a capo del Gruppo sostanzialmente è un'alternativa ai patti parasociali, in quanto lo statuto stabilisce chi detiene il diritto di voto, il potere di rappresentanza, il trasferimento delle quote tra familiari, ma ha potenzialmente una durata infinita e un'efficacia reale.

2.8. Agevolare la cessione dell'azienda

La struttura del gruppo, in quanto suddivisa formalmente in unità produttive, agevola la cessione di parti dell'azienda che costituiscono le diverse aree di affari.

Nell'ipotesi di attività altamente diversificate e poco correlate, l'individuazione di un potenziale acquirente dell'intero gruppo risulterebbe più complicata.

Inoltre, la struttura di gruppo agevola anche l'acquisto di uno o più rami d'azienda ai soggetti che dispongono di minori risorse finanziarie, che sarebbero escluse dall'acquisto nel caso si volesse cedere l'intero aggregato.

2.9. Riduzione del carico fiscale

Le imprese possono ricorrere alla costituzione di una struttura nella forma di gruppo anche per beneficiare della riduzione del loro carico fiscale compensando i risultati economici tra diverse aziende e ridurre l'incidenza fiscale dell'aggregato.

A differenza del passato, in cui era più conveniente una società unica piuttosto che più società separate, oggi il gruppo consente di compensare gli utili e le perdite e delle società che ne fanno parte, a seguito dell'adesione al consolidato fiscale da parte della capogruppo.

Inoltre, oggi esistono due strumenti che sono stati introdotti non tanto a vantaggio dei gruppi, ma piuttosto per evitare che questi venissero penalizzati rispetto a un'unica impresa: si tratta dell'Iva di gruppo e il gruppo Iva.

L'Iva di gruppo è un istituto opzionale attraverso il quale è possibile effettuare la liquidazione di gruppo Iva per più soggetti appartenenti a un gruppo, con la compensazione dei debiti e dei crediti periodici Iva. Tale forma di "tassazione consolidata" consente ai soggetti che vi partecipano di mantenere la propria autonomia giuridico-tributaria, e le operazioni tra loro realizzate continuano a rilevare ai fini Iva.

Il gruppo Iva, invece, è un istituto introdotto nel 2018 che consente alle società di un gruppo di essere considerate come un unico soggetto passivo Iva; le liquidazioni vengono così effettuate soltanto a livello di gruppo. In questo modo diventano irrilevanti ai fini Iva le operazioni infragruppo.

Una delle politiche fiscali maggiormente adottate nei gruppi aziendali consiste nel regime di *Participation Exemption*, ossia l'esenzione fiscale delle plusvalenze, introdotta in Italia con il D. Lgs. 344/2003.

Vi è un parallelismo tra plusvalenza come conseguenza della cessione di partecipazioni, e il sistema di tassazione dei dividendi; è necessario dunque analizzare in primis il trattamento fiscale dei dividendi.

Nei gruppi aziendali, proprio perché vi sono più società che ne fanno parte, è possibile riscontrare la distribuzione dei dividendi a catena. Tale situazione comporterebbe che il dividendo venga tassato più volte; sono state così introdotte norme sulla non imponibilità dei dividendi per evitare che i gruppi siano disincentivati.

I dividendi, infatti, sono soggetti a una tassazione del 26%, se percepiti da una persona fisica, se invece sono percepiti da una società, è necessaria la presenza di un correttivo per far sì che un gruppo aziendale non venga disincentivato. Il regime italiano agisce con l'esenzione, in capo alla società che percepisce i dividendi, del 95%, e dunque soltanto il 5% dell'importo del dividendo concorre alla formazione della base imponibile.

La distribuzione dei dividendi infragruppo, così, comporta che soltanto il 5% dell'importo del dividendo sia tassato con l'aliquota del 24%, e tale parziale imponibilità è giustificata dal sostenimento di costi legati alla gestione della partecipazione, come ad esempio i costi notarili o di consolidamento; si ha così l'1,2% in più ad ogni passaggio.

La norma non fa riferimento a particolari requisiti di possesso della partecipazione per beneficiare dell'esenzione dei dividendi; l'unico requisito fa riferimento alla provenienza degli stessi. Se provengono da paradisi fiscali, cioè da quei soggetti esteri considerati paradisiaci, allora i dividendi concorrono a formare la base imponibile del contribuente per l'intero importo.

Il legislatore, con il termine "proveniente da" fa riferimento anche a quei dividendi distribuiti da una società all'altra interponendo un soggetto terzo, al fine di evitare triangolazioni elusive.

Dopo questa premessa sui dividendi, è possibile comprendere il motivo per il quale, a seguito dell'introduzione di un sistema di esenzione degli stessi da parte di un ordinamento giuridico, sia necessario di conseguenza esentare anche le plusvalenze derivanti dalle cessioni di partecipazioni.

Infatti, questa ultima è una logica conseguenza di carattere economico della prima, poiché si tratta di valori collegati; detenere una partecipazione significa ricevere un flusso di cassa, il dividendo, dall'altra società, che sarebbe esentato al 95% una volta percepito. Infatti, la società che cede una partecipazione sostanzialmente attualizza i flussi di cassa prospettici che avrebbe nel caso non cedesse la partecipazione.

Il legislatore ha tuttavia introdotto una serie di requisiti più stringenti rispetto a quelli stabiliti per i dividendi per fruire dell'esenzione del 95% sulle plusvalenze, stabiliti all'articolo 87 del Tuir.

In particolare, il primo requisito fa riferimento all'*holding period* della partecipazione, ossia al suo periodo di possesso, che deve essere ininterrotto dal primo giorno del dodicesimo mese precedente quello dell'avvenuta cessione, e la *ratio* può essere ritrovata sul fatto di poter usufruire dell'esenzione soltanto sulle partecipazioni non strettamente speculative.

Inoltre, è richiesto che la partecipazione sia iscritta nella categoria delle immobilizzazioni finanziarie nel primo bilancio chiuso durante il periodo di possesso; in questo modo si può intercettare l'intenzione originaria dell'investimento in una società.

In aggiunta, è richiesto che il soggetto ceduto non abbia la residenza fiscale in uno stato considerato paradisiaco per almeno cinque anni precedenti la data di cessione.

La definizione di paradiso fiscale viene disciplinata dall'articolo 47 bis, che distingue due casi: nel primo, quando vi è il controllo del soggetto estero, è necessario guardare l'effettiva tassazione nello stato estero con la fiscalizzazione del bilancio della società estera. Se da quest'ultimo risulta una tassazione inferiore alla metà di quello che si sarebbe pagato nel caso di società italiana, si tratta di un soggetto paradisiaco ai fini italiani. Il secondo, nel caso in cui non si abbia il

controllo, richiede di guardare il livello nominale di tassazione vigente nello stato estero.

Infine, l'ultimo requisito fa riferimento all'attività svolta dalla società ceduta; essa deve essere di natura commerciale, almeno dall'inizio del terzo periodo d'imposta anteriore al realizzo della cessione.

2.10. Le motivazioni che hanno portato alla costituzione del Gruppo Zegna

Le motivazioni che hanno condotto alla formazione del gruppo Zegna possono essere ritrovate nella sua natura di azienda a matrice familiare.

La seconda generazione della famiglia, guidata da Angelo Zegna, era convinta della necessità di considerare l'impresa come un soggetto indipendente dalla famiglia, la quale comunque aveva il potere di influire sulle decisioni gestorie.

In particolare, doveva dare importanza al tema del passaggio generazionale, per cui era necessario essere in grado di stabilire quali membri della famiglia potessero ricoprire cariche esecutive, e quali invece non erano portati per questo tipo di ruolo.

Il management, infatti, doveva possedere l'esperienza e la capacità di prendere decisioni, per cui Angelo Zegna riteneva fondamentale che questo venisse assegnato a soggetti che ne possedevano il merito, e se era necessario anche a soggetti non appartenenti alla famiglia.

L'azienda, infatti, veniva e tutt'ora viene considerata come un bene comune che deve essere rafforzato e reso più solido per poterlo trasferire alle generazioni successive.

Inoltre, vi era il concetto di espandersi oltre i propri confini; la nascita del gruppo avviene in contemporanea con lo sviluppo del medesimo nei mercati internazionali, tra cui la Cina, che in quel tempo non era una meta scelta dalle altre aziende, scelta che in seguito ha riscontrato un enorme successo, diventando nel 2009 il mercato più importante per le vendite del Gruppo Zegna.

L'espansione del gruppo ha reso possibile la sua quotazione alla *New York Stock Exchange*, avvenuta il 20 dicembre 2021. La quotazione, soprattutto nelle aziende familiari, ha un'importanza fondamentale in quanto costituisce uno strumento importante di crescita che permette di rafforzare la sua immagine, rendendole più trasparenti rispetto alle imprese non quotate, che sono caratterizzate da minori controlli e informazioni condivise con l'esterno.

Inoltre, poiché l'impresa familiare presenta il problema della gestione del passaggio generazionale, la sua quotazione permette di semplificare la fase successoria; il suo valore viene definito quotidianamente sui mercati finanziari, a differenza delle aziende non quotate che prevedono procedure più lunghe per stabilire la divisione delle quote tra i componenti della famiglia.

La quotazione del gruppo Zegna è avvenuta in seguito a un accordo con l'investitore istituzionale Investindustrial, che ha previsto la fusione tra una *Special Purpose Acquisition Company*, la IIAC, ed Ermenegildo Zegna, a cui è stato assegnato un valore di 2,5 miliardi di dollari.

A seguito della quotazione, la famiglia Zegna è rimasta azionista di maggioranza mantenendo il 62% delle azioni; la base azionaria che si è venuta a creare è stata diversificata ma anche qualificata, ed ha avuto un ruolo importante nel mantenimento della competitività del gruppo nel mercato in cui sono presenti due importanti *competitors* nel settore del lusso: *LVMH* e *Kering*.

CAPITOLO 3

LE MODALITÀ DI FORMAZIONE DEI GRUPPI

I gruppi aziendali rappresentano una forma giuridico-organizzativa molto flessibile: i legami di partecipazione che li costituiscono possono mutare anche nel breve periodo a seconda del percorso strategico che il soggetto economico intende perseguire.

Solitamente, le forze che spingono all'aggregazione o alla disaggregazione agiscono su determinate caratteristiche quali l'estensione dei gruppi, la loro complessità e l'intensità dei legami partecipativi.

A livello di estensione dei gruppi, ciò avviene a seguito di processi di aumento, attraverso l'acquisizione di partecipazioni di controllo, oppure di diminuzione con la loro cessione.

In tema di complessità di gruppi, queste forze possono manifestarsi con processi di incremento o riduzione, a seguito, rispettivamente, dell'enucleazione di alcune attività o di operazioni di fusione.

Per quanto riguarda l'intensità dei legami partecipativi, le forze aggregative o disaggregative trovano concreto riferimento nelle operazioni di acquisto o vendita delle quote possedute nel gruppo o al suo esterno.

In tali aggregati è infatti possibile, anche con frequenza, individuare l'ingresso di nuove attività o l'abbandono di altre, così come acquisizioni di aziende che operano in business strategici che si vogliono sviluppare, oppure la dismissione di attività non più funzionali alla strategia di gruppo.

I gruppi possono essere costituiti mediante processi aggregativi, tra aziende in precedenza gestite separatamente, oppure processi disaggregativi, con la conseguente enucleazione di alcune attività fino a quel momento svolte nella stessa impresa.

Il processo di formazione può essere di tipo originario, se l'azienda viene articolata, fin dal momento della sua costituzione, in una pluralità di unità giuridicamente

autonome; in caso contrario la formazione del gruppo avviene a seguito di alcuni meccanismi che conducono progressivamente a tale forma organizzativa.

È possibile distinguere le seguenti modalità di formazione dei gruppi: acquisizione di partecipazioni di controllo, conferimento dei pacchetti di controllo, processi di scorporo, oppure per costituzione di nuove aziende.

3.1. Acquisizione di partecipazioni di controllo in altre imprese

È la modalità più diffusa nella prassi per la costituzione dei gruppi. Essa, infatti, presenta numerosi vantaggi rispetto alle altre modalità di formazione; in particolare presenta la possibilità di raggiungere determinati obiettivi in tempi più brevi, consente una certa flessibilità relativamente alla liquidabilità della quota acquisita, inoltre può comportare un impegno finanziario minore nel caso di esborso graduale.

L'acquisto di partecipazioni coinvolge tre portatori di interessi: il soggetto acquirente delle azioni, i soci venditori e la società oggetto della transazione. La società infatti porta con sé gli interessi dei manager che la gestiscono, e per questo motivo è possibile distinguere le acquisizioni a seguito del consenso di azionisti e manager della società interessata, c.d. acquisti amichevoli. In alternativa, l'acquisizione può avvenire senza il consenso di tali soggetti, configurandosi come acquisto ostile.

L'acquisizione comporta l'aggregazione di aziende che erano in precedenza separate. Questo ha come conseguenza la crescita della combinazione economica, che potenzialmente apporta benefici quali le economie di scala, di scopo, di transazione.

Queste caratteristiche rendono questa forma di costituzione del gruppo, la più indicata nei settori che presentano una forte competitività, cioè quelli in cui l'impresa deve perseguire una crescita più rapida rispetto ai concorrenti.

Se l'aggregazione è di tipo orizzontale, essa consente di inglobare i concorrenti più difficili dal punto di vista competitivo, evitando che l'ingresso di nuovi attori sul mercato comportino una maggiore competitività del settore.

Se l'aggregazione avviene in modo verticale, l'acquisizione può allargare il controllo alle aziende fornitrici, comportando una maggiore integrazione e osservanza delle clausole contrattuali.

Per quanto concerne i metodi operativi attraverso i quali è possibile acquisire le partecipazioni, si distinguono la contrattazione privata tra le parti, l'acquisto di azioni quotate con conseguente offerta pubblica d'acquisto (OPA) e l'acquisto di partecipazioni tramite aste per la privatizzazione di aziende a capitale pubblico.

In particolare, l'offerta pubblica di acquisto è una procedura rigidamente regolamentata per garantire la trasparenza delle informazioni e la correttezza della condotta. Essa, infatti, consiste in una proposta di acquisto rivolta verso gli azionisti di una società di acquistare le azioni a un prezzo superiore al valore del titolo in borsa, fino a quando non si è raggiunto il pacchetto di maggioranza e comunque entro la scadenza del periodo di tempo dell'offerta.

3.2. Conferimento in una società dei pacchetti di controllo di altre imprese

Questa modalità di formazione dei gruppi è meno frequente rispetto all'acquisizione poiché comporta una inevitabile riduzione del pacchetto di maggioranza detenuto dai singoli azionisti nella nuova società.

La spiegazione di questa modalità di costituzione del gruppo va quindi ricercata in alcune logiche che non sono strettamente riconducibili a quelle economico-finanziarie delle società che vi prendono parte.

Si ricorre a questa modalità, ad esempio, quando risulta necessario stabilizzare il controllo di una proprietà estremamente frazionata tra i soci, nessuno dei quali possiede la maggioranza assoluta. In questo modo si conferiscono le azioni o quote che essi possiedono in una società di nuova costituzione, in cambio di azioni o quote da parte di questa ultima società.

L'espressione con cui si fa riferimento a questo fenomeno prende spesso il nome di "sviluppo all'indietro" di un gruppo, poiché si basa sulla costituzione di una *holding* che controlla società o gruppi in precedenza già costituiti; per tale *holding* si fa spesso riferimento all'espressione "società cassaforte" o "*super-holding*".

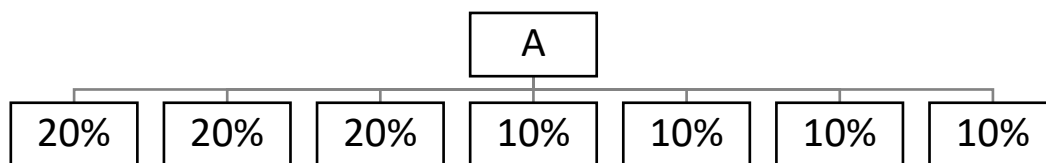


Figura 3: schema conferimento

Un esempio è dato dalla seguente struttura del capitale: esso risulta frazionato tra sette soci, tre dei quali possiedono una quota del 20% ciascuno, i restanti possiedono ciascuno il 10%.

Nell'ipotesi che i primi tre soci siano ad esempio legati tra di loro da relazioni familiari, mentre gli altri quattro non lo siano, può risultare strategica la costituzione di un gruppo mediante conferimento in una società dei pacchetti di controllo.

In questo modo, i tre azionisti che possiedono il 20% del capitale, possono far confluire la loro partecipazione in una nuova società finanziaria, diventando ciascuno azionista di riferimento con una partecipazione del 33,33% circa.

Tale società possiede il 60% del capitale della società originaria, come rappresentato nella seguente figura:

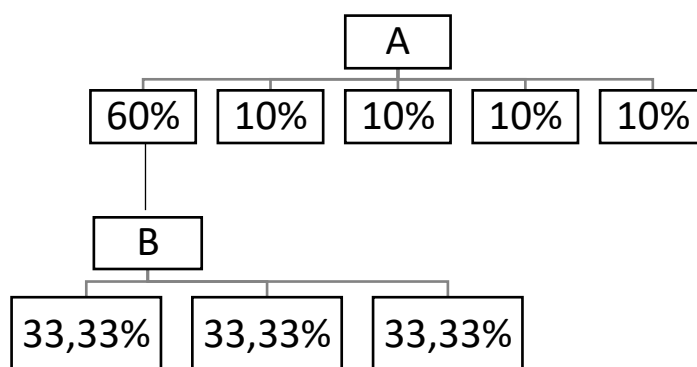


Figura 4: schema conferimento

A seguito di questa operazione i soci che possiedono il 60% del capitale si vedono consolidare la loro posizione di controllo, in quanto per la definizione di un

indirizzo gestionale è sufficiente un accordo tra due di essi, e non più di tutti e tre come nel caso dell'esistenza della sola società originaria.

Come accennato in precedenza, questo tipo di operazione non viene intrapresa con frequenza dalle imprese, ma è possibile riscontrarla nelle imprese familiari, che nelle fasi di passaggio generazionale si trovano ad avere un azionariato molto frazionato tra i membri della famiglia, che possono avere interessi divergenti.

Il conferimento in una società dei pacchetti di controllo di altre imprese può essere scelta come operazione per la costituzione di un gruppo anche per raggiungere una maggiore concentrazione aziendale, senza il ricorso a fusioni o ad acquisizioni che possono risultare particolarmente onerose in contesti che richiedono un maggior potere di mercato o particolari competenze.

Tale scelta comporta la costituzione di una società capogruppo nella quale vengono fatte confluire le partecipazioni di altre imprese.

Il seguente schema rappresenta, a titolo esemplificativo, l'esempio di tale operazione:

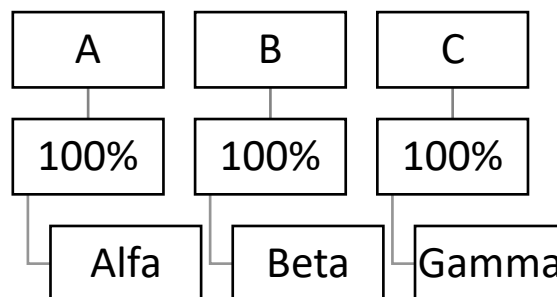


Figura 5: schema conferimento

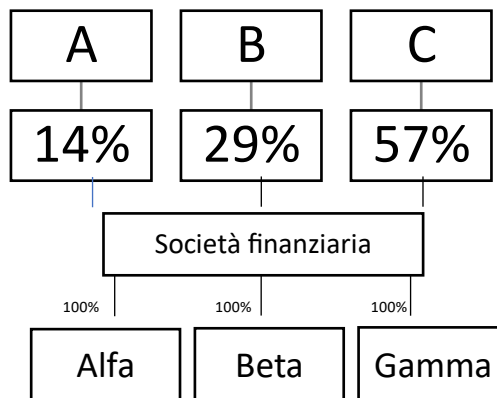


Figura 6: schema conferimento

Nell'ipotesi in cui il capitale di ciascun socio sia pari rispettivamente a 100, 200 e 400, la costituzione di una società capogruppo in cui vengono fatte confluire le partecipazioni di controllo di ciascun socio, porterebbero l'azionista con il capitale maggiore ad avere il controllo dell'intero gruppo, laddove gli altri azionisti avrebbero soltanto una quota di minoranza.

Questa iniziativa non avviene con frequenza proprio perché comporterebbe una riduzione del potere decisionale di alcuni possessori di quote di controllo, e spesso gli azionisti decidono di non perseguire questa modalità perché risulta più favorevole mantenere una posizione di controllo in una piccola impresa, piuttosto che assumere una partecipazione di minoranza in un gruppo più ampio.

La motivazione che spinge all'utilizzo di questo metodo di costituzione può ritrovarsi, di conseguenza, nella necessità di acquisire nuove forze contrattuali o nuove competenze in breve tempo a seguito della variazione del contesto competitivo.

Proprio per questa motivazione, questa tecnica può ritrovarsi più di frequente tra quelle entità che operano nello stesso settore e che decidono di effettuare un'operazione di joint venture, mantenendo le partecipazioni paritetiche nel capitale della società che controlla tale combinazione.

3.3. Scorporo di rami di attività

Con l'operazione di scorporo, una società conferisce in un'altra uno o più rami di attività, dietro l'ottenimento di quote o azioni di quest'ultima.

In questo tipo di combinazione economica, non si ha un mutamento della configurazione societaria, bensì una trasformazione di tipo giuridico-formale di un'azienda già in precedenza costituita. La società originaria, infatti, continua ad esistere e all'interno del suo patrimonio verranno incluse le azioni o quote ricevute in cambio dell'apporto.

Questo tipo di riorganizzazione può essere giustificato dall'esigenza di attribuire una autonomia giuridica alle singole entità organizzative, dalla necessità di mantenere la titolarità di alcune attività in modo da attirare potenziali investitori, o ancora, per trasferire delle attività operative ad alcune società in modo da costituire una società *holding* capogruppo che si occupi soltanto della gestione delle partecipazioni assunte a seguito del conferimento.

3.4. Costituzione di nuove società

Se la società è di nuova costituzione, la formazione del gruppo può essere giustificata dall'esigenza di sviluppare nuove attività o settori produttivi ai quali si vuole attribuire un'autonomia giuridica.

Questo comporta un incremento delle dimensioni del gruppo, che può così raggiungere nuovi mercati potenzialmente più innovativi rispetto a quelli in cui operava precedentemente.

In più questa modalità consente, specialmente se l'obiettivo consiste nello sviluppo di nuovi prodotti e processi innovativi, di limitare il rischio attraverso la costituzione dell'apposita società.

Questa modalità risulta essere impegnativa sia in termini di tempo utilizzato per seguire il processo di sviluppo di nuove iniziative, ma anche per quanto concerne l'acquisizione delle competenze e risorse necessarie.

Nel contesto dell'acquisizione tramite costituzione di nuove aziende, si può verificare anche la situazione di conferimento di fondi in una società per

l'acquisizione del controllo di altre imprese; solitamente, attraverso questa operazione, si procede a una ricapitalizzazione o a una costituzione di una nuova società, detta *newco*, con il fine di acquisire una terza società, detta *target*.

Questa operazione, che prende il nome di *leveraged buy-out*, consiste nel ricorso all'indebitamento nei confronti di terzi, con conseguente rimborso attraverso l'impiego della disponibilità finanziaria della società acquisita.

Il concetto dietro all'operazione di *leveraged buy-out* consiste nel "fare leva" sulle capacità in termini economici della società acquisita, trasferendo il costo di acquisto dalla entità acquirente a quella acquisita.

Nella prassi, si verificano situazioni di *merger leverage buy-out* che consistono nella fusione tra le due società. Tale operazione prevede l'interazione di diversi soggetti, quali i promotori che costituiscono la nuova società, detta *newco*; quest'ultima stipula un finanziamento per ottenere le risorse finanziarie necessarie ad acquistare le azioni o i beni del patrimonio della società target, a seconda che si tratti di stock based oppure asset based transaction. Infine, l'operazione termina con la fusione per incorporazione tra le due società.

La fusione può avvenire in due modalità: per incorporazione della controllata nella controllante, o viceversa tramite la reverse merger.

3.5. Le modalità di costituzione del Gruppo Ermenegildo Zegna

La nascita del Gruppo Zegna può essere fatta risalire agli anni Trenta, con la costituzione delle società commerciali con tre insegne diverse: D.E.A., S.A.T.I.S. e A.D.A.M. nel periodo tra il 1931 e il 1937, che furono alla base dello sviluppo di un sistema innovativo di distribuzione, caratterizzato dalla vendita diretta dei tessuti in lana prodotti con il marchio della società Zegna ai negozianti e sarti, senza l'interposizione dei grossisti.

In quel periodo, fu intrapreso anche un processo di verticalizzazione produttiva, affiancando, alla già esistente fase di tessitura nel lanificio, anche quelle di filatura e pettinatura, nonché, in seguito, di quelle di tintura, finissaggio e infine di maglieria.

Si trattava di un gruppo orizzontale, in quanto vi era la direzione unitaria da parte di Ermenegildo Zegna, ma le società si trovavano tutte sullo stesso piano; dunque, non vi era una società in posizione sovraordinata, cioè la capogruppo.

La nascita del gruppo verticale invece, può trovare data verso la fine degli anni '70 e l'inizio degli anni '80; nel 1984 nasce infatti la "Ermenegildo Zegna Holditalia S.p.A.", società a capo dell'articolato gruppo.

Tuttavia, non si tratta di una società di nuova costituzione; infatti, il periodo tra il 1976 e il 1980 fu importante per la nascita di numerosi gruppi.

La maggior parte dei gruppi italiani si sono costituiti proprio in quel periodo, e questo in particolare come conseguenza dell'introduzione della Legge Speciale 904/1977; essenzialmente, si trattava di gruppi nati a seguito di operazioni di conferimento, proprio perché tale norma forniva una serie di vantaggi per le aziende.

Essa consentiva di effettuare i conferimenti con un meccanismo con il quale la società conferitaria iscriveva i beni a valore di perizia, la società conferente invece realizzava una plusvalenza, che veniva destinata ad una riserva di sospensione, e dunque non era assoggettata a tassazione.

Questa operazione fu un incentivo per molte realtà esistenti in quel periodo storico, poiché il conferimento di rami d'azienda in società controllate permetteva di ottenere una rivalutazione gratuita dei medesimi, che costituiva un grande vantaggio legato anche all'elevata inflazione esistente in quegli anni.

Oggi invece, l'operazione di conferimento è di tipo neutrale; le plusvalenze diventano fiscalmente irrilevanti, ma la società conferitaria acquisisce i beni al valore contabile iscritto della società conferente.

Anche il Gruppo Zegna è stato oggetto di conferimenti di questo tipo in quel periodo; nel luglio 1979 la società "Lanificio Ermenegildo Zegna" fu trasformata da società in nome collettivo a società in accomandita semplice e nel mese successivo conferì il proprio complesso industriale alla società "Lanificio Ermenegildo Zegna e Figli S.p.A.", di nuova costituzione.

Queste operazioni furono fondamentali per il futuro sviluppo in senso verticale del gruppo, poiché nel luglio del 1984 la società “Lanificio Ermenegildo Zegna e Figli s.a.s.” assunse la nuova denominazione “Ermenegildo Zegna Holditalia”, trasformandosi in una società per azioni e diventando la capogruppo del sistema di aziende che si erano costituite nei decenni precedenti, mantenendo il controllo su di esse, nonché una partecipazione del 50% nella *subholding* olandese “Ermenegildo Zegna International N.V.”, la società finanziaria che a sua volta controllava le società estere del gruppo.

Negli ultimi decenni, il gruppo ha modificato il proprio assetto a seguito dell'introduzione della confezione degli abiti nella propria attività; ha infatti intrapreso, a partire dagli anni '90 una serie di acquisizioni in aziende storiche italiane ed estere.

Per quanto concerne le aziende italiane, le partecipazioni acquisite hanno avuto l'obiettivo di ampliare la piattaforma tessile del lusso made in Italy, e tra di esse troviamo la Tessitura di Novara, Pettinatura di Verrone, Bonotto, Cappellificio Cervo, Dondi, Tessitura Ubertino e Filati Biagioli Modesto.

La loro acquisizione ha costituito per il Gruppo Ermenegildo Zegna una verticalizzazione completa della filiera di produzione, comportando un vantaggio competitivo notevole dovuto anche alla possibilità di concentrarsi sull'innovazione, flessibilità ed efficienza del processo produttivo a partire da tessuti di massima qualità.

CAPITOLO 4

LA LEVA AZIONARIA

4.1. La separazione tra proprietà e controllo

Prima di affrontare il tema della leva azionaria nei gruppi, è necessario dare una definizione del concetto di separazione tra proprietà e controllo.

Il gruppo, in particolare se di tipo verticale con forma piramidale, permette di esercitare il controllo di numerose attività investendo un capitale modesto; questo sistema di controllo, detto “a cascata”, consente all’azionista di maggioranza della società al vertice di ottenere risorse finanziarie senza che queste abbiano conseguenze sul suo potere decisionale.

Questo meccanismo avviene poiché gli altri azionisti, anche nel caso di possesso della maggioranza delle azioni del gruppo, costituiscono la minoranza nelle singole società, che sono a loro volta controllate dalla società capogruppo.

Questo fenomeno prende il nome di “separazione tra proprietà e controllo”: il soggetto in posizione apicale controlla le attività sottostanti, investendo somme finanziarie inferiori a quelle che sarebbero necessarie per diverse attività appartenenti a un’unica azienda indivisa.

Con il termine “proprietà” si fa riferimento ai soci che finanziano un gruppo investendo un capitale di rischio; con il termine “controllo” si fa riferimento a quei soci che effettivamente possiedono la maggioranza nell’assemblea ordinaria delle diverse società. Può succedere che questi soggetti non coincidano: la maggioranza del capitale è spesso detenuta da soggetti che possiedono la minoranza di voto nelle assemblee.

Nelle società è possibile ottenere il controllo attraverso diversi strumenti; tra i più utilizzati troviamo le deleghe di voto e i patti parasociali.

Nel caso dei gruppi, tuttavia, è proprio la loro struttura che consente di esercitare il controllo da parte della controllante, senza che essa debba investire ingenti capitali.

In questo contesto rientra il concetto delle “scatole cinesi”, consolidato con Berle e Means nel 1932, che consiste nel possesso di partecipazioni azionarie da parte delle società del gruppo nei confronti delle altre, e queste ultime sono a loro volta partecipate da altre imprese del gruppo.

Vi sono tuttavia due eccezioni: la prima riguarda la società capogruppo, le cui partecipazioni sono possedute soltanto da azionisti esterni; in particolare, si tratta di un azionariato diffuso, oppure di un azionista con la partecipazione di maggioranza. La seconda eccezione riguarda le società operative che si trovano nell’ultimo livello del gruppo piramidale: esse non possiedono infatti partecipazioni, ma possono comunque essere sotto il controllo diretto o indiretto della capogruppo.

Una società che vuole controllarne un’altra dovrà possedere la maggioranza del suo capitale; il grado del controllo, tuttavia, non varia se la prima decide di interporre tra loro due un ulteriore livello del gruppo, dunque un’altra società. Cambia, invece, il livello di risorse finanziarie impiegate dalla prima, che si dimezza con l’introduzione di un ulteriore livello.

Nel caso, ad esempio, di una società capogruppo A, che voglia controllare un’impresa B senza possederla integralmente, e quest’ultima possiede un capitale di 100. Se la capogruppo volesse ottenere un controllo di diritto sarà necessario acquisire la maggioranza del suo capitale, ad esempio il 50% più un voto.

Per semplicità di calcolo consideriamo il 50%; dunque dovrà pagare un prezzo di 50 per la partecipazione nella società B.

Diversamente, se la società A, volendo in ogni caso controllare la società B, decidesse di costituire un livello intermedio, rappresentato dalla società B₁ che possiede un capitale di 50, nella quale avrà una partecipazione del 50% più un voto; dovrà pagarla 25.

Se al contrario, fosse la società B₁ ad acquistare il 50% più un voto della società B, il grado di controllo risulterebbe essere invariato, ossia pari al 50%, dato da:

$$= \frac{100 * 0,5 + 50 * 0,5}{150}$$

Una parte dell'investimento effettuato per controllare la società B viene così scaricato sui soci di minoranza di B₁; infatti, il capitale di 100 viene ripartito tra le società, e sarà dato per 25 dalla capogruppo, per 25 dalle minoranze di B₁, e per 50 dalle minoranze di B.

Se venisse introdotto un ulteriore livello nel gruppo, si avrebbe un'ennesima riduzione dell'investimento della capogruppo; questo è proprio il concetto di gruppo piramidale.

4.2. Definizione di leva azionaria

Dal tema affrontato nel paragrafo precedente risulta evidente che maggiore è la verticalizzazione del gruppo, maggiore sarà la separazione tra proprietà e controllo, che consente così, agli azionisti di maggioranza, di mantenere il controllo senza effettuare ingenti investimenti di capitale.

Il controllo da parte dell'azionista di maggioranza avviene così su un'entità molto grande, e questo perché le minoranze vengono frazionate in più società, ognuna delle quali risulta divisa e differenziata.

Ciò è possibile attraverso la leva azionaria, ossia un indice che misura la separazione tra proprietà e controllo, attraverso la seguente formula:

$$\text{LEVA AZIONARIA} = \frac{\text{CAPITALE CONTROLLATO}}{\text{CAPITALE INVESTITO}}$$

Essa permette di evidenziare la capacità di attrazione dei capitali di rischio delle minoranze da parte della società capogruppo o degli azionisti di comando, e ciò è in particolare possibile quando le società sono quotate.

Infatti, i gruppi aziendali, soprattutto quelli caratterizzati da una forma piramidale, sono più inclini a far ottenere alla società capogruppo elevati volumi di risorse

finanziarie rispetto a quelle che sarebbero possibili per un'unica società, con la possibilità per la società madre di continuare ad esercitare il controllo sulle altre.

Tale indice può assumere un valore pari a uno, nel caso in cui non vi siano minoranze, o in caso contrario, un valore maggiore di uno; più il valore risulta elevato, e più in gruppo riesce a finanziarsi con i capitali conferiti dagli azionisti di minoranza.

Dal punto di vista operativo, è sufficiente osservare la voce di “patrimonio netto di terzi” nel bilancio consolidato del gruppo per verificare se sia presente lo sfruttamento della leva azionaria; tale voce identifica la parte di reddito netto e il patrimonio netto dell'attività di una controllata, non attribuibile a partecipazioni dirette o indirette possedute dalla capogruppo.

4.3. La leva azionaria nel Gruppo Ermenegildo Zegna

Attraverso l'utilizzo della banca dati AIDA, è stato possibile ottenere i bilanci consolidati degli esercizi 2004-2022.

In seguito, attraverso i documenti ottenuti dall'Area Studi Mediobanca, sono stati reperiti anche i bilanci consolidati dal 1994; tale anno, infatti, è stato il primo in cui il gruppo abbia proceduto alla redazione del bilancio consolidato, e ciò anche come conseguenza del D. Lgs 127/1991 a seguito del recepimento della VII Direttiva comunitaria in materia di conti annuali.

L'articolo 25 del D. Lgs 127/1991 disciplinava infatti l'obbligo di redazione del bilancio consolidato per le società per azioni, in accomandita per azioni e a responsabilità limitata che controllano un'impresa. Ne erano al contrario esonerate dalla redazione le società controllanti, che insieme a quelle controllate, non superavano, per due esercizi consecutivi, almeno due dei seguenti parametri numerici:

- a) Dieci miliardi di lire nel totale dell'attivo di stato patrimoniale;
- b) Venti miliardi di lire nei ricavi delle vendite e delle prestazioni di servizi;
- c) Una media di 250 dipendenti occupati nell'esercizio.

Si è proceduto ad osservare la voce “patrimonio netto di terzi” nel bilancio consolidato redatto dalla capogruppo “Ermenegildo Zegna Holditalia S.p.A.” per il periodo 1994-2022 in modo da osservare l’evoluzione di tale importo nel tempo, dal primo bilancio consolidato redatto nel 1994, fino quello del 2022, ossia l’ultimo esercizio chiuso.

Sono emersi i seguenti importi per la voce “patrimonio netto di terzi”, espressi in migliaia di euro, e convertiti, ove necessario, dalla preesistente valuta in lira italiana.

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
PN azionisti della capogruppo	48.218 €	75.966 €	96.592 €	145.853 €	182.071 €	221.773 €	281.278 €
PN di terzi	1.283 €	4.014 €	6.717 €	6.643 €	8.554 €	10.977 €	10.153 €

Figura 7: patrimonio netto periodo 1994-2000

Come si può notare, il valore del patrimonio netto di terzi non risulta essere irrilevante fin dal primo esercizio in cui è possibile osservarlo; esso ammonta a 1.283.000 euro nel 1994.

Nei successivi sei esercizi risulta un importo in crescita, ma sempre notevolmente inferiore rispetto al valore del patrimonio netto attribuibile agli azionisti della capogruppo.

Ciò significa che il Gruppo Ermenegildo Zegna, fin dai primi esercizi in cui ha redatto i conti consolidati, ha in parte sfruttato le minoranze, tuttavia non in misura superiore rispetto al capitale attribuibile direttamente agli azionisti della capogruppo.

Nella seguente figura è possibile osservare le partecipazioni delle società del gruppo nel 1995.

Società	Sede sociale	Capitale sociale	Quota di possesso del Gruppo	Principale attività
		(in migliaia)	(in %)	
Bolgheri s.r.l.	Biella	ITL 2.400.000	82,50	Accessori per abbigliamento maschile
- Hugh Parsons Ltd. (1)	Londra	GBP 200	90,00	Commerciale
Ermenegildo Zegna International N.V.	Amsterdam	NLG 13.800	100,00	Finanziaria
- Alan Property Ltd. (1)	Guernsey (GBG)	GBP 100	99,90	Servizi
- Astrum France s. à r.l. (1)	Parigi	FRF 4.000	99,99	Commerciale
- Barneze S.A. (1)	Barcellona (E)	ESP 90.000	70,00	Gestione punti di vendita
- Consitex S.A. (1)	Stabio (CH)	CHF 5.000	100,00	Confezioni maschili
- Co.ti. Service S.A. (1)	Lugano (CH)	» 300	100,00	Servizi
- Ermenegildo Zegna Corp. (1) ...	New York (USA)	USD 8.000	100,00	Commerciale
- Ermenegildo Zegna GmbH (1) ...	Monaco (D)	DM 700	100,00	Commerciale
- Ermenegildo Zegna HmbH (1) ...	Vienna	ATS 8.300	100,00	Commerciale
- Ermenegildo Zegna Japan (1) ...	Tokyo	JPY 600.000	100,00	Commerciale
- Ermenegildo Zegna Ltd. (1)	Londra	GBP 450	99,96	Commerciale
- Ermenegildo Zegna Madrid S.A. (1)	Madrid	ESP 150.000	70,00	Gestione punti di vendita
- Ermenegildo Zegna S.A. de C.V. (1)	Città del Messico	MXN 2.083	100,00	Commerciale
- Ermenegildo Zegna Valencia S.A. (1)	Valencia (E)	ESP 120.000	100,00	Gestione punti di vendita
- Ezesa S.A. (1)	Barcellona (E)	» 10.000	100,00	Servizi
- Ezeti Portugal (1)	Lisbona	PTE 60.000	97,00	Gestione punti di vendita
- Interfa Factoring Co. Ltd. (1) ...	Dublino	CHF 1.500	100,00	Factoring
- Italco S.A. (1)	Polinya (E)	ESP 318.020	99,05	Confezioni maschili
- Labeco N.V. (1)	Curaçao (NA)	NLG 60	100,00	Servizi
- L'Escalier S.A. (1)	Lugano (CH)	CHF 800	70,00	Gestione punti di vendita
- Mario Giraudi S.A. (1)	San Quirze De Valles (E)	ESP 237.600	100,00	Confezioni maschili
- Palmeze S.A. (1)	Palma de Majorca (E)	» 40.000	70,00	Gestione punti di vendita
- Solteco S.A. (1)	Sabadell (E)	» 100.000	100,00	Confezioni maschili
- Tarsa S.A. de C.V. (1)	Città del Messico	MXN 14.658	51,00	Confezioni maschili
- Zeco Trading S.A. (1)	Stabio (CH)	CHF 500	99,00	Commerciale
IN.CO.	Novara	ITL 3.084.710	99,92	Confezioni maschili
- Alea (1)	Milano	» 5.000.000	100,00	Gestione punti di vendita
- Ermenegildo Zegna Giyim Sanay ve Ticaret A.S. (1)	Istanbul (TR)	TRL 18.100.000	98,03	Produzione di cravatte e camicie; commercio di abbigliamento
- Zegi (1)	Milano	ITL 1.200.000	65,00	Gestione punti di vendita
Lanificio Ermenegildo Zegna e Figli	Trivero (Bi)	ITL 5.900.000	94,29	Tessile laniera
- Acquedotto del Piancone s.r.l. (1)	Trivero (Bi)	» 21.000	66,66	Servizi di acquedotto per il Gruppo
- Emmeti - Manifatture Tessili ..	Trivero (Bi)	» 1.000.000	99,43 (2)	Tessile
- Ermenegildo Zegna Singapore Pte Ltd. (1)	Singapore	SGD 750	100,00	Commerciale
- Tebi (1)	Trivero (Bi)	ITL 5.100.000	99,88	Immobiliare (3)
Orsini s.r.l.	Biella	» 3.000.000	90,00	Accessori per abbigliamento maschile
- Artema (1)	Verrone (Bi)	» 5.250.000	100,00	Produzione e commercio di abbigliamento informale
- Club France Cravates s. à r.l. (1) Parigi	Parigi	FRF 250	100,00	Commerciale
- Cravatterie Nazionali s. à r.l. (1) Parigi	Parigi	» 400	51,00	Commerciale
- Euroseta	Biella	ITL 400.000	99,00 (2)	Accessori per abbigliamento maschile

(1) Società controllata indirettamente.

(2) Incluse le quote controllate indirettamente.

(3) Proprietaria di una stazione di sport invernali, la cui gestione è affidata a terzi.

Figura 8: società del Gruppo Zegna nel 1995

Fonte: Area Studi Mediobanca

Dallo schema delle principali società appartenenti al Gruppo nel 1995 è possibile notare che la quota di possesso è al 100% per molte di esse, per cui non sono presenti soci di minoranza. Essi si riscontrano invece, in altre società dove la partecipazione non è totalitaria; tuttavia, nessuna delle società del gruppo era quotata.

Nel periodo dal 1995 al 2000 si riscontrano numerose operazioni nel gruppo; nel 1998 vengono costituite le società “Savit” ed “Ezi”, a seguito del conferimento del ramo produttivo da parte della IN.CO.

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
PN azionisti della capogruppo	324.565 €	349.241 €	365.584 €	397.001 €	450.408 €	500.341 €	555.983 €
PN di terzi	9.952 €	9.920 €	8.621 €	10.760 €	17.874 €	12.129 €	12.836 €

Figura 9: patrimonio netto periodo 2001-2007

Nel 2005 si può osservare un aumento della voce, dovuto principalmente all’entrata nell’area di consolidamento della società “Sharmoon EZ Garments Co. Ltd.”, con partecipazione al 50% ma con la quale sono intervenuti accordi tra i soci che hanno previsto attribuzioni in merito alla nomina dei responsabili nella funzione chiave della controllata, per cui il Gruppo Zegna ha acquisito il controllo della medesima.

Nel 2006 la voce si è nuovamente ridotta a seguito dell’acquisto di ulteriori partecipazioni nelle società “Orsini”, “Zelego”, “Savit” e “IN.CO” che hanno di conseguenza ridotto la quota dei soci di minoranza.

Nel 2007 inoltre, sono avvenute alcune operazioni di fusione tra le società poc’anzi osservate, nonché tra le società spagnole “Italco S.A.” e “Italvest S.A.”.

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
PN azionisti della capogruppo	616.198 €	620.365 €	664.994 €	799.002 €	872.511 €	928.654 €	975.278 €
PN di terzi	13.394 €	10.881 €	13.024 €	3.691 €	4.049 €	3.750 €	6.705 €

Figura 10: patrimonio netto periodo 2008-2014

Nel 2011 vi è una netta diminuzione del valore riferito al patrimonio netto di terzi; ciò è dovuto principalmente al deconsolidamento della società “Sharmoon.EZ.Garments Co. LTD”.

Tale importo è rimasto relativamente stabile fino al 2014, anno caratterizzato dall’entrata nell’area di consolidamento delle società australiane “Achill Land Pty Ltd.” E “Achill Station Pty Ltd.”, entrambe acquisite al 60% dalla “Alan Real Estate S.A.”.

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
PN azionisti della capogruppo	1.004.880 €	999.444 €	919.787 €	939.948 €	707.699 €	622.645 €
PN di terzi	5.303 €	4.491 €	8.105 €	20.006 €	27.705 €	29.890 €

Figura 11: patrimonio netto 2015-2020

Negli esercizi 2015, 2016 e 2017 si riscontra un andamento simile a quello degli anni precedenti; vi è stata l’uscita dall’area di consolidamento della società “VE.ZE. S.r.l.”, in quanto era in liquidazione, nonché della controllata turca “Luxso Glyim Sanayi Ve Ticaret Ltd Sti”.

Nel 2017 è stato acquisito il 60% della “Bonotto S.p.A.”, di conseguenza è aumentata la quota di soci di minoranza in questo livello del gruppo.

Nel corso del 2018 sono avvenute importanti acquisizioni da parte del Gruppo Zegna: è stato acquisito l’85% della società “Thom Browne Inc.”, nonché il 60% della società “Pelle Tessuta S.r.l.”, il 51% della società “Cappellificio Cervo S.r.l.”,

che hanno comportato un incremento della quota degli azionisti terzi, con particolare riferimento alla società “Thom Browne”.

Nel 2019 l’incremento è stato dovuto anche a seguito dell’acquisizione del 65% del Gruppo Dondi S.p.A., specializzato nella produzione del tessuto “*Jersey*”, nonostante, nel medesimo esercizio, si sia provveduto al pagamento dei dividendi di minoranza.

	2021	2022
PN azionisti della capogruppo	601.210 €	678.949 €
PN di terzi	43.094 €	53.372 €

Figura 12: patrimonio netto periodo 2021-2022

Nella seguente figura è possibile osservare le partecipazioni di controllo non totalitarie del Gruppo.

At and for the year ended December 31, 2022									
<i>(Functional currency thousands)</i>	Country	Group's percentage interest	Non-controlling interest percentage	Functional currency	Total assets	Total equity	Net revenues	Net income / (loss)	Dividends paid to non-controlling shareholders
Company									
Thom Browne Inc.	U.S.A.	90%	10%	USD	298,901	146,879	348,445	43,277	(2,000)
Ermenegildo Zegna Vietnam LLC	Vietnam	90%	10%	VTD	59,373,311	21,638,614	45,647,540	7,913,295	—
Ermenegildo Zegna Madrid S.A.	Spain	70%	30%	EUR	3,718	1,741	3,838	120	(90)
Gruppo Dondi S.p.A.	Italy	65%	35%	EUR	39,469	20,507	47,655	4,901	(1,113)
E. Z. Thai Holding Ltd	Thailand	49%	51%	THB	12,669	19	—	(309)	—
Bonotto S.p.A.	Italy	60%	40%	EUR	23,739	9,431	24,552	2,075	(797)
Tessitura Ubertino S.r.l.	Italy	60%	40%	EUR	8,351	4,921	10,245	983	(312)
Cappellificio Cervo S.r.l.	Italy	51%	49%	EUR	1,630	864	2,371	85	—
Zegna South Asia Private LTD	India	51%	49%	INR	590,989	199,864	395,827	76,155	—
Zegna Gulf Trading LLC	UAE	49%	51%	AED	140,841	53,895	191,749	52,806	—
The Italian Fashion Co. LTD	Thailand	65%	35%	THB	198,556	(16,584)	190,048	11,015	—

Figura 13: partecipazioni non totalitarie del Gruppo Zegna nel 2022

Nel 2021 il Gruppo Zegna ha acquisito il 60% della “Tessitura Ubertino S.r.l.”

Nel 2022, oltre ad essere il primo esercizio intero dopo la quotazione del Gruppo, avvenuta nel dicembre 2021, ha visto ulteriori acquisizioni non totalitarie tra cui una partecipazione del 90% nella società “Thom Browne Eyewear S.A.” e una della medesima entità nella società “Thom Browne France SAS”.

In conclusione, per comprendere la leva azionaria è necessario osservare la presenza dei soci di minoranza ai diversi livelli del gruppo; al vertice dello stesso si trova la “Monterubello società semplice”, le cui partecipazioni sono tutte in capo alla famiglia Zegna, che controllano la società capogruppo posta al secondo livello, ossia la “Ermenegildo Zegna NV”.

Inoltre, la “Monterubello s.s.” è anche socio unico della società “EZFO S.r.l.”, costituita nel 2021 a seguito del conferimento, da parte della allora denominata “Ermenegildo Zegna Holditalia S.p.A.”, di partecipazioni non caratteristiche, principalmente di carattere immobiliare della medesima. Tale società non è sottoposta alla direzione e coordinamento della capogruppo, bensì è una società controllata dagli azionisti di riferimento, ed esercita a sua volta, l’attività di direzione e coordinamento in alcune società immobiliari del gruppo, in particolare la “EZ Real Estate S.r.l.”, “Alan Real Estate S.A.” e gli uffici denominati “61 West 23rd Street LLC” a New York, tutte controllate al 100% direttamente o indirettamente.

Inoltre, controlla con una partecipazione del 60% le società “Achill Land Pty Ltd” e “Achill Station Pty Ltd”, ossia le fattorie australiane importanti per il reperimento della materia prima laniera e alcune partecipazioni di minoranza nell’ “Acquedotto del Piancone S.r.l.” che fornisce servizi idrici all’attività industriale del Lanificio, nonché nel “Consorzio Turistico Alpi Biellesi”. Nessuna di queste società risulta quotata nei mercati regolamentati.

Con riferimento al terzo livello del gruppo, è possibile riscontrare quattro controllate italiane possedute al 100%, che dunque non presentano soci di minoranza. Le società controllate italiane possedute solo parzialmente sono le seguenti:

- a) Bonotto S.p.A., posseduta al 60%;
- b) Cappellificio Cervo S.r.l., posseduto al 51%;
- c) Gruppo Dondi S.p.A., con partecipazione al 65%;
- d) Tessitura Ubertino S.r.l., con partecipazione al 60%.

Queste società presentano quindi un'influenza dei soci di minoranza, ma nessuna di queste è quotata.

Tra le società estere, quelle controllate direttamente dalla capogruppo sono 29; quelle che presentano soci di minoranza sono le seguenti: "E.Z. Thai Holding Ltd", posseduta al 49%, "Zegna South Asia Private LTD" al 51%, "Ermenegildo Zegna Vietnam LLC" al 90%, "Zegna Gulf trading LLC" al 49%.

Al quarto livello del gruppo si riscontrano le società partecipate dalle controllate della capogruppo; quelle che presentano soci di minoranza sono le società "Zegna for Retail of Readymade and Novelty Clothes W.L.L." al 49% e il "Gruppo Thom Browne Inc.", con partecipazione al 90%.

Al quinto livello del gruppo vi sono le società partecipate da quelle osservate nel livello precedente; sono tutte controllate al 100% ad eccezione delle società facenti capo alla "Thom Browne Inc."

Dai dati osservati è possibile riscontrare numerose società del gruppo controllate totalmente, senza la presenza dei soci di minoranza. Tuttavia, si riscontrano anche società controllate solo parzialmente, che giustificano gli importi nella voce "patrimonio netto di terzi" del bilancio consolidato.

CONCLUSIONI

Il presente lavoro di tesi ha avuto per oggetto lo studio della forma organizzativa di gruppo. Attraverso l'esame delle fonti presenti in letteratura è stato approfondito il contesto delle aggregazioni aziendali nelle quali è possibile individuare tale fenomeno; esso, infatti, si riscontra all'interno delle aggregazioni formali su base patrimoniale, con le quali si fa spesso riferimento al termine "*equity*".

All'interno del primo capitolo sono stati così affrontati i concetti di direzione e coordinamento, responsabilità, pubblicità e trasparenza, nonché la tutela del socio, in quanto sono aspetti che disciplinano la forma di gruppo e forniscono alcuni chiarimenti normativi, poiché non è presente una definizione di gruppo nell'ordinamento giuridico italiano.

Al termine del primo capitolo si è analizzato il Gruppo Ermenegildo Zegna, in particolare la sua evoluzione da singola azienda a gruppo societario, avvenuta negli anni '30 in qualità di gruppo orizzontale, ma che ha assunto la piena verticalizzazione soltanto nella prima metà degli anni '80.

Il secondo capitolo ha avuto per oggetto lo studio delle motivazioni alla base della formazione dei gruppi aziendali; essi, infatti, presentano numerosi vantaggi che ne giustificano la costituzione, come ad esempio la riduzione del carico fiscale, lo sfruttamento della leva azionaria e la gestione del passaggio generazionale.

Parallelamente, si è esaminato il caso in studio, in quanto gruppo che conserva la natura di *family business*; questa caratteristica, legata al tema del ricambio generazionale, ha assunto un rilievo importante nella scelta di formazione del medesimo, come anche della sua evoluzione nel tempo, che ha comportato la costituzione di una *holding* di famiglia al vertice del gruppo, modificando la preesistente struttura divisa in rami familiari.

Nel terzo capitolo si sono analizzate le modalità di formazione dei gruppi; in letteratura si riscontrano forme quali le acquisizioni di partecipazioni di controllo, conferimenti, scorpori di rami aziendali e costituzioni di società.

Simmetricamente, è stata esaminata la modalità di nascita del caso in esame; esso ha assunto la forma di gruppo orizzontale a seguito della costituzione di nuove società nel periodo degli anni '30; diversamente, il suo sviluppo nella forma verticale è avvenuto a seguito di un conferimento di attività industriale, che ha comportato la definizione della società capogruppo al vertice del complesso di aziende costituite nei decenni precedenti.

Infine, l'ultimo capitolo ha avuto per oggetto la leva azionaria, un indice che si può rilevare nei gruppi societari e che trova fulcro nel concetto di separazione tra proprietà e controllo; esso è in particolare legato alla loro struttura articolata in livelli, poiché si può riscontrare nei gruppi verticali piramidali.

Dal punto di vista operativo, si è osservata la voce "patrimonio netto di terzi" nel bilancio consolidato degli esercizi 1994-2022 per verificare se fossero presenti i soci di minoranza ai diversi livelli del gruppo e l'evoluzione di tale importo nel tempo.

È emerso che fin dal 1994, anno di prima redazione del bilancio consolidato, l'importo non fosse nullo; dunque, il gruppo possedeva alcune partecipazioni di controllo non totalitarie, che giustificavano il valore in bilancio. Osservando l'evoluzione di tale valore negli anni, si sono potuti evidenziare aumenti e diminuzioni rispettivamente all'acquisizione di ulteriori partecipazioni non totalitarie e all'uscita dall'area di consolidamento delle società, con un valore massimo riscontrato nell'esercizio 2022, a seguito di importanti acquisizioni nel segmento Thom Browne.

In conclusione, l'analisi del Gruppo Ermenegildo Zegna ha comportato un riscontro degli elementi che caratterizzano e giustificano la costituzione dei gruppi aziendali presenti in letteratura.

Inoltre, l'esame della leva azionaria è stato effettuato osservando il bilancio consolidato della società capogruppo, che fornisce un valore del patrimonio netto dei soci di minoranza delle sue controllate.

Al fine di ottenere una visione completa della leva azionaria del gruppo sarebbe necessario osservare il bilancio consolidato della holding di famiglia al vertice; tuttavia, in quanto società semplice, non è obbligata alla sua redazione.

In tale caso si potrebbe osservare un valore più elevato del patrimonio netto dei soci di minoranza, in particolare con riferimento agli esercizi 2021 e 2022, a seguito della quotazione della società capogruppo; al suo interno rileverebbe anche la quota di patrimonio netto dei risparmiatori.

BIBLIOGRAFIA

CASSANDRO P.E., I gruppi aziendali, Cacucci, Bari, 1965.

PAOLONI M. e CELLI M., Teoria e fenomenologia dei gruppi aziendali, G. Giappichelli Editore, 2022.

CARBONE F. e FIDANZA R., Brevi riflessioni in materia di disciplina dei gruppi, Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Roma, 2015.

CORONELLA S., Le motivazioni che spingono alla creazione dei gruppi aziendali: alcune riflessioni, 2009.

VENTURI C., L'attività di direzione e coordinamento; la pubblicità dei gruppi nella riforma del diritto societario, 2005.

MELLA P., Gruppi Aziendali. Tipologia e Fattori Genetici. Economia Aziendale Online, 2019.

FORNACIARI L., Gruppi aziendali e bilancio consolidato in Italia, Giappichelli Editore, 2021.

CECCHI M., Economia dei gruppi e delle aggregazioni aziendali, Franco Angeli, 2005.

TALARICO L., Il gruppo aziendale, Giuffrè Editore, 2001.

AZZINI L., I gruppi aziendali, Giuffrè Editore, 1975.

GALGANO F., Direzione e coordinamento di società, Zanichelli, 2014.

S. TERZANI, Il bilancio consolidato, Cedam, 1992.

BROGLIA G. A., Le aggregazioni di imprese. Gli incerti confini dell'aziendalità, Giappichelli, 2001.

FALDETTA G. e SORCI C., I gruppi come strumenti di governo delle aziende, Giuffrè, 2008.

GALIMI P., Direzione e coordinamento di società tra presunzioni e responsabilità, 2006.

GRUPPO ERMENEGILDO ZEGNA, *Ermenegildo Zegna: cento anni di tessuti, innovazione, qualità e stile*, Skira, Milano, 2010.

MOLLO G. e MONTESANTO D., Il controllo societario nel Testo unico della finanza-
problemi e prospettive di riforma, 2015.

CECCHI M., La leva multidimensionale nei gruppi quotati italiani, 2013.

PRENCIPE, TETTAMANZI, Bilancio consolidato: tecniche di redazione e di analisi,
Milano, EGEA, 2011.

PRENCIPE, TETTAMANZI, MANCINI, Bilancio consolidato, Milano, EGEA, 2017.

SITOGRAFIA

<https://www.zegnagroup.com>

<https://www.zegnagroup.com/en/corporate-governance/>

<https://www.zegna.com/ch-en/>

<https://www.thombrowne.com/it/>

<https://www.retearchivibiellesi.it/entita/2218-zegna-ermenegildo>

<https://www.impresesanbeniculturali.it>

<https://www.fondazionezegna.org>

https://www.streetinsider.com/SEC+Filings/Form+424B3+Ermenegildo+Zegna+N.V./19897968.html#toc347195_8

<https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1825042/000119312521336983/d210381d425.htm>

<https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1877787/000119312521366189/d273836d20f.htm>

<https://www.retearchivibiellesi.it/entita/2304-gruppo-ermenegildo-zegna>

https://www.gazzettaufficiale.it/atto/parte_seconda/caricaDettaglioAtto/originario?atto.dataPubblicazioneGazzetta=2010-08-05&atto.codiceRedazionale=TS10AAB8769

<https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1825042/000119312521218094/d125571dex994.htm>

<https://fintel.io/doc/sec-ermenegildo-zegna-nv-1877787-ex21-2023-april-06-19453-9026>

<https://www.bluerating.com/private/554497/zegna-una-storia-italiana>

<https://www.areastudimediobanca.com/en/product/ermenegildo-zegna-holditalia-1996-2018>