

[Approfondimento] I gruppi di imprese: alcune riflessioni su una categoria concettuale in evoluzione

Pietro Genco *, Lara Penco †, Giorgia Profumo ‡ e Roberta Scarsi §

Sommario; 1. Introduzione – 2. La letteratura sul tema: un’analisi evolutiva – 3. Alcune riflessioni conclusive – Bibliografia

Abstract

Business groups represent important players in the global economy and in Italy, in particular. This importance has pushed scholarly interest, but research on corporate governance in business groups is still an evolving field.

In the agency theory perspective, business groups permit the separation between ownership and control, that may lead to expropriation of minority shareholders' interests, commonly achieved through tunneling. However, in the last years, a different perspective has emerged, focused on performance outcomes, both at organizational and financial level, where conflicts are less important.

Moreover, business groups differ substantially across national institutional contexts, so the value of group affiliation may change across different environments, particularly distinguishing between advanced and emerging or developing economies. This highlights the need for scholars to search for a more comprehensive and nuanced theorization of the corporate governance of business groups around the world.

1. Introduzione

I gruppi di imprese rappresentano una tematica di grande interesse nei principali Paesi industrializzati e in Italia, in particolare. Nel nostro Paese, la struttura a

* **Pietro Genco**, Professore emerito di Economia e gestione delle imprese dell’Università degli Studi di Genova; e-mail: pietro.genco@emeriti.unige.it

† **Lara Penco**, Professore ordinario di Economia e gestione delle imprese, Dipartimento di Economia, Università degli Studi di Genova; e-mail: lara.penco@unige.it

‡ **Giorgia Profumo**, Professore ordinario di Economia e gestione delle imprese, Dipartimento di Economia, Università degli Studi di Genova; e-mail: giorgia.profumo@unige.it

§ **Roberta Scarsi**, Professore associato di Economia e gestione delle imprese, Dipartimento di Economia, Università degli Studi di Genova; e-mail: rscars@economia.unige.it

DOI: 10.15167/1824-3576/IPEJM2023.2.1734.

gruppo ha costituito infatti lo strumento principe a cui hanno fatto ricorso in passato lo Stato e le grandi famiglie imprenditoriali per gestire le loro iniziative produttive: essa è stata definita da molti autori come “la risposta organizzativa alla grande impresa”, alternativa, cioè, alla società per azioni multidivisionale di rilevanti dimensioni (Colpan *et al.*, 2010). Il gruppo costituisce, da questo punto di vista, una forma intermedia tra la grande impresa monolitica e il frazionamento economico e giuridico in tante società indipendenti (Mosconi e Rullani, 1978).

Il fenomeno non è però esclusivo delle imprese di grandi dimensioni, esso ha interessato anche le piccole e medie imprese, le quali in modo crescente hanno iniziato a governare l'insieme delle loro attività attraverso questo strumento (Cannari e Gola, 1996).

L'importanza assunta dai gruppi di imprese nel nostro Paese, ha portato lo studioso Lorenzo Caselli, appartenente alla scuola genovese che in Italia è stata pioniera nello studio di queste forme di impresa e degli assetti di governo delle imprese, ad affermare che i gruppi di imprese costituiscano una categoria concettuale a cui necessariamente occorre far riferimento per interpretare l'organizzazione e la dinamica del nostro sistema produttivo (Caselli, 1990).

Questa affermazione, sicuramente valida in quel periodo storico, sembra ancora attuale adesso, se si considera l'importanza dei gruppi di imprese nell'economia italiana, europea, ma anche a livello internazionale. Secondo l'ISTAT (2023), in Italia, nel 2021 le imprese organizzate in gruppi hanno generato il 64,2% del fatturato totale delle imprese industriali e di servizi e il 57,2% del valore aggiunto. Le imprese appartenenti a gruppi tendono a essere dimensionalmente più grandi: la dimensione media delle imprese appartenenti a gruppi è stata pari a 39,1 addetti nel 2021, contro 3,9 addetti per il totale delle imprese attive nell'industria e nei servizi. Le dimensioni delle imprese appartenenti a gruppi crescono nel caso di gruppi multinazionali: la dimensione media oscilla tra 107,2 addetti per le imprese di gruppi con governance estera e 129,7 per i gruppi con governance italiana. Anche in Europa, i gruppi multinazionali nel 2023 hanno impiegato il 29% della forza lavoro complessiva, di cui l'83% all'interno di un gruppo di grandi dimensioni, con più di mille dipendenti (Eurostat, 2025). Essi sono inoltre presenti in molteplici Paesi a livello mondiale, controllando di fatto lo sviluppo economico sia di Paesi sviluppati, sia di economie emergenti, come India e Corea del Sud (Colpan *et al.*, 2010; Aguilera *et al.*, 2023; Aguilera *et al.*, 2025).

Risulta comprensibile, quindi, che la letteratura italiana e internazionale relativa a questa categoria concettuale si sia negli anni particolarmente sviluppata, adottando nel tempo e, a seconda delle prospettive di analisi e dei diversi contesti istituzionali, percorsi di sviluppo differenti, che è utile ripercorrere al fine di comprenderne le linee evolutive.

2. La letteratura sul tema: un'analisi evolutiva

I gruppi aziendali, intesi come strutture giuridico-organizzative complesse, hanno attirato nel corso del tempo l'attenzione di molti studiosi appartenenti a

diverse discipline quali: economia industriale, economia aziendale, organizzazione, diritto, sociologia.

In particolare, negli studi di economia aziendale di matrice italiana, i gruppi di imprese sono stati oggetto di pregevoli contributi che ne hanno evidenziato le caratteristiche distintive, le determinanti alla nascita, le relative modalità di formazione, la morfologia, le modalità di controllo e i conflitti di interesse tra il gruppo di comando e i diversi *stakeholder* delle imprese appartenenti al gruppo. Un profilo essenziale nello studio dei gruppi è stato, inoltre, quello di analizzare i meccanismi di formazione e di funzionamento del potere di governo delle imprese.

Questo filone di studi nasce intorno agli anni '30, con il tentativo di ricondurre il concetto di gruppo a una categoria essenzialmente economica, che prescindesse dalle forme giuridiche e cercando, quindi, di far emergere la problematicità del rapporto fra forma giuridica e carattere economico dei gruppi stessi (Vito, 1932).

Gli studi in materia trovano sintesi nella definizione fornita da Saraceno (1964), dove il gruppo è visto come “un complesso di imprese che, pur dotate ciascuna di un proprio soggetto giuridico, hanno in comune il soggetto economico”. Numerosi autori hanno poi ripreso e ampliato tale definizione, ritenendo fondamentale, per l'esistenza di un gruppo, la presenza di alcune caratteristiche distintive, quali: la comunanza del soggetto economico, la distinzione dei soggetti giuridici e l'unitarietà di direzione⁵.

La direzione unitaria delle imprese viene normalmente garantita da legami di tipo finanziario, anche se parte della dottrina considera rilevanti, a questo scopo, anche i rapporti contrattuali. In questo senso si esprimono infatti Saraceno (1964), secondo il quale “il collegamento tra imprese costituenti un gruppo può derivare da rapporti contrattuali oppure da situazioni di controllo della maggioranza dei voti che si esprimono nelle assemblee” e Vaccà (1960), che mette in risalto la rilevanza dei rapporti contrattuali, arrivando a distinguere i gruppi aziendali, fondati sul controllo azionario, dai gruppi contrattuali, in cui il soggetto economico controlla più imprese attraverso vincoli di natura contrattuale⁶.

I tentativi di fornire una definizione del concetto di gruppo economico sono risultati poi prodromici alla ricerca di chiavi di lettura che consentissero di interpretare la crescente diffusione della forma a gruppo nel sistema produttivo italiano.

⁵ Tra questi: Azzini (1968) (secondo questo autore l'autonomia economica delle imprese appartenenti ad un gruppo è talmente limitata al punto da ritenere che il gruppo non sia un sistema di imprese, ma un'unica impresa, dotata di particolari strutture), Masini (1979) (“Quando più combinazioni economiche di produzione o composte pertinenti a soggetti giuridici diversi sono istituite e rette per un unitario soggetto economico, si ha il gruppo economico”) e Onida (1971) (“I gruppi di imprese hanno origine quando più combinazioni economiche di produzione o composte pertinenti a soggetti giuridici diversi sono istituite e rette per un unitario soggetto economico”).

⁶ In senso contrario, Cassandro (1988), il quale sottolinea come il legame finanziario azionario costituisca la regola nella costituzione dei gruppi. Secondo questo autore, uno degli aspetti salienti dei gruppi è costituito dal “legame finanziario stabilito per attuare l'aggregazione e rappresentato dal possesso, da parte di una società del gruppo, della maggioranza o, comunque, di una congrua parte delle azioni e delle quote rappresentative del capitale delle altre società”.

Le principali chiavi di lettura individuate dalla letteratura in materia sono sostanzialmente riconducibili a due: la prima, di carattere organizzativo, è legata alla ricerca di elevati livelli di flessibilità in presenza di grandi imprese complesse (Azzini, 1968); la seconda, invece, legata a motivazioni di carattere finanziario o speculativo, in cui il gruppo viene visto come uno strumento atto a sostenere processi di crescita anche in presenza di risorse finanziarie limitate (Beretta, 1990). Oltre a queste due chiavi interpretative, sono state individuate dalla dottrina anche una serie di motivazioni residuali, tra cui: l'esigenza di frazionamento o limitazione dei rischi, benefici, agevolazioni, vantaggi di tipo fiscale.

La prima chiave di lettura risiede nella ricerca di una struttura e un'organizzazione più efficiente e flessibile, che consenta di superare le difficoltà che si accentuano al crescere delle dimensioni e della complessità delle imprese, le quali hanno un peso notevole sull'efficienza delle grandi imprese monolitiche divise in sezioni. I gruppi favoriscono inoltre una maggiore diversificazione delle attività svolte dalle imprese. Questo consente una diminuzione del rischio complessivo e permette trasferimenti interni di risorse verso le imprese che possono trovarsi in situazioni di difficoltà (Hamelin, 2011).

La struttura a gruppo consente, in secondo luogo, di "controllare tanto con poco" (Cozzi e Genco, 1994), cioè di espandere il capitale controllato a parità di capitale impiegato dal soggetto economico. Essa esalta gli effetti moltiplicativi del capitale forniti dalla leva azionaria da un lato e da quella creditizia dall'altro, che permettono al soggetto economico di detenere il controllo del complesso di imprese anche solo con quote minime di capitale impiegato (Mosconi e Rullani, 1978).

In questo senso, la struttura a gruppo può rappresentare una opportunità di crescita per le imprese, soprattutto in contesti caratterizzati da mercati finanziari non pienamente efficienti, come quello italiano. Quando migliora il contesto istituzionale, in termini di funzionamento dei mercati, pratiche di governance e contesto normativo a protezione degli investitori, i benefici finanziari dell'appartenenza al gruppo si riducono (Carney *et al.* 2011; Aguilera *et al.*, 2025).

Parte della letteratura ha posto in evidenza anche le possibili distorsioni (a volte riconducibili a veri e propri abusi) che possono essere messe in atto attraverso lo sfruttamento della leva societaria che, da un lato, può consentire l'occultamento delle reali linee di potere e della situazione economica, patrimoniale e finanziaria e, dall'altro, permette di minimizzare l'apporto di capitali da parte dei soggetti decisori (Mosconi e Rullani, 1978).

Questa interpretazione del gruppo, quale meccanismo di separazione fra proprietà e controllo (Brioschi *et al.*, 1990), che consente fenomeni di espropriazione da parte degli azionisti di controllo nei confronti degli azionisti di minoranza (Bae *et al.*, 2002; Claessens *et al.*, 2000; Johnson *et al.*, 2000), è stata prevalente negli studi internazionali sul tema, soprattutto in passato. Il limitato apporto di capitale da parte del soggetto economico riduce il rischio sopportato da quest'ultimo e ciò potrebbe indurlo a utilizzare i capitali che controlla con scopi speculativi, abusando di fatto della sua posizione a danno dei soggetti terzi. Questo fenomeno, indicato come *tunneling* (Johnson *et al.*, 2000; Friedman *et al.*, 2003), è accentuato nei paesi emergenti e in via di sviluppo, dove sono presenti mercati dei

capitali poco efficienti e contesti istituzionali che non assicurano un'adeguata protezione dei diritti dei soci di minoranza.

Alcune recenti literature review sui gruppi di imprese (Colli e Colpan, 2016; Holmes *et al.*, 2018; Aguilera *et al.*, 2025) hanno evidenziato come gli assetti proprietari dei gruppi e la concentrazione proprietaria ("ownership structure and concentration") costituiscano temi prevalenti negli studi internazionali sui gruppi di imprese, soprattutto in quelli focalizzati su contesti emergenti e in via di sviluppo.

Più aumenta la separazione tra proprietà e controllo, attraverso la leva societaria ("wedge"), e più gli azionisti di controllo potrebbero assumere comportamenti non orientati alla massimizzazione della redditività di tutte le imprese controllate, quindi gli azionisti di minoranza tendono ad "anticipare" la possibile espropriazione portando il mercato a sanzionare le lunghe catene societarie richiedendo forti sconti sul valore societario (Lemmon and Lins 2003) e attraverso scarsi investimenti nelle società del gruppo, in particolare, da parte degli investitori istituzionali.

Questo comportamento ha portato nel tempo a ridurre le lunghe catene di comando presenti in diversi Paesi, tra cui l'Italia, al fine di non incorrere in situazioni in cui sia difficile trovare soggetti terzi disposti a immettere capitale di rischio e di prestito nelle imprese del gruppo. Secondo Consob (2021), dal 1998 al 2020, in Italia il numero medio di imprese quotate presenti in un gruppo è sceso da 3,3 a 2,4, con un *leverage* che è passato da 3,5 a 1,5, a testimonianza della riduzione del fenomeno delle catene societarie ("pyramidal ownership").

La letteratura più recente, quindi, seguendo l'evoluzione delle strutture di gruppo nei diversi contesti istituzionali, ha spostato l'attenzione dagli aspetti conflittuali della separazione tra la proprietà e il controllo agli *outcome* dell'appartenenza a un gruppo, in particolare dal punto di vista organizzativo e strategico (Colli e Colpan, 2016; Holmes *et al.*, 2018), oltre che in termini di performance (Colli e Colpan, 2016; Aguilera *et al.*, 2025).

Il gruppo è stato infatti considerato quale forma organizzativa efficace nel sostenere strategie di crescita per diversificazione (Cainelli e Iacobucci, 2011) e per internazionalizzazione (Chari, 2013), oltre a spingere la propensione ad innovare e il trasferimento di conoscenze tra le diverse imprese del gruppo (Mahmood e Mitchell, 2004; Lodt *et al.*, 2014).

Diversi studi hanno, inoltre, rivelato come il tunneling sia un fenomeno relativamente poco diffuso (Khanna e Yafeh, 2007; Cainelli *et al.*, 2017) e che, al contrario, la struttura a gruppo tenda a migliorare la performance finanziaria delle società partecipanti (Buchuk *et al.*, 2014). Uno dei vantaggi principali dell'appartenenza a un gruppo è la presenza di un mercato interno dei capitali, cioè la possibilità, da parte del soggetto economico, di distribuire le risorse finanziarie tra le imprese partecipanti al gruppo, trasferendo risorse dalle imprese più performanti a quelle meno performanti (Carney *et al.*, 2011). Questo fenomeno tende ad essere più diffuso in contesti con mercati finanziari più giovani e in via di sviluppo, piuttosto che in presenza di mercati maturi (Aguilera *et al.*, 2025).

3. Alcune riflessioni conclusive

Riprendendo un'affermazione di Caselli (1990), i gruppi di imprese rappresentano una categoria concettuale necessaria per interpretare la struttura e l'evoluzione dei sistemi produttivi di molteplici Paesi a livello internazionale. I gruppi sono presenti non solo in contesti emergenti e in via di sviluppo, o dove i mercati finanziari non sono pienamente efficienti, quale strumento per superare le imperfezioni del mercato: essi sono di fatto diffusi a livello mondiale. La loro presenza anche in contesti sviluppati, dove è difficile appropriarsi di esternalità positive, ha portato la letteratura a evolversi e ad approfondire maggiormente il tema delle performance organizzative e finanziarie derivanti dall'affiliazione a un gruppo.

Dalle argomentazioni proposte in letteratura scaturisce comunque un quadro teorico caratterizzato da una elevata varietà di situazioni istituzionali che rende l'oggetto di indagine particolarmente articolato e difficile da analizzare (Colli e Colpan, 2016; Aguilera *et al.*, 2025).

Considerando che i gruppi di imprese possono assumere caratteristiche molto diverse tra di loro e che essi vengono creati per perseguire finalità assai eterogenee a seconda dei diversi contesti istituzionali, l'adozione di un'unica prospettiva globale sul tema appare non efficace. Alcuni meccanismi sembrano applicabili in maniera universale ai diversi contesti, ma altri appaiono applicabili solo al verificarsi di determinate condizioni istituzionali (Aguilera *et al.*, 2025), per cui la letteratura deve ancora trovare una teorizzazione più dettagliata e ricca di sfumature relativa alla corporate governance dei gruppi di imprese a livello internazionale.

Bibliografia

- Aguilera, R. V., Federo, R., Pascual-Fuster, B., & Crespi-Cladera, R. (2023). The Corporate Governance of Business Groups: What We Know and What Lies Ahead, *Annals of Corporate Governance*, 7(3), 152-251.
- Aguilera, R. V., Federo, R., Justo, R., Merida, A. L., & Pascual-Fuster, B. (2025). The Corporate Governance of Business Groups Around the World: A Review and Agenda for Future Research, *Corporate Governance: An International Review*, 33(2), 298-325.
- Azzini, L. (1968). *I gruppi. Lineamenti economico aziendali*, Giuffrè, Milano.
- Bae, K. H., Kang, J. K., & Kim, J. M. (2002). Tunneling or Value Added? Evidence from Mergers by Korean Business Groups, *The Journal of Finance*, 57, 2695-2740.
- Beretta, S. (1990). *Il controllo dei gruppi aziendali*, Egea, Milano.
- Brioschi, F., Buzzacchi, L., & Colombo, M.G. (1990). *Gruppi di imprese e mercato finanziario. La struttura di potere nell'industria italiana*, La Nuova Italia Scientifica, Roma.
- Buchuk D., Larrain B., Muñoz F., Urzúa I.F. (2014), The Internal Capital Markets of Business Groups: Evidence from Intra-Group Loans, *Journal of Financial Economics*, 112(2), 190-212.

- Cainelli, G., Giannini, V., & Iacobucci, D. (2017). I gruppi d'impresa e la grande recessione, *L'industria*, 38(3), 365-384.
- Cainelli, G., & Iacobucci D. (2011), Business Groups and the Boundaries of the Firm, *Management Decision*, 49(9), 1549-1573.
- Cannari, L., & Gola, C. (1996). "La diffusione dei gruppi industriali in Italia", in Balzarini, P., Carcano, G. & Mucciarelli G. (a cura di), *I gruppi di società*, Giuffrè, Milano.
- Carney, M., Gedajlovic, E. R., Heugens, P. P., Van Essen, M., & Van Oosterhout, J. (2011). Business Group Affiliation, Performance, Context, and Strategy: A Meta-Analysis, *Academy of Management Journal* 54(3), 437-460.
- Caselli, L. (1990). "Dalla grande impresa al gruppo. Un preliminare modello interpretativo", in Caselli, L., Ferrando, P.M., Gozzi, A. (a cura di), *Il gruppo nell'evoluzione del sistema aziendale*, Franco Angeli, Milano.
- Cassandro, P.E. (1988). *I gruppi aziendali*, Cacucci Editore, Bari.
- Chari, M. D. R. (2013). Business Groups and Foreign Direct Investments by Developing Country Firms: An Empirical Test in India, *Journal of World Business*, 48, 349-359.
- Claessens, S., Djankov, S., & Lang, L.H. (2000). The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations, *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), 81-112.
- Colli, A., & Colpan, A. M. (2016). Business groups and corporate governance: Review, synthesis, and extension. *Corporate Governance: An International Review*, 24(3), 274-302.
- Colpan, A. M., Hikino, T., & Lincoln, J. R. (a cura di) (2010). *The Oxford handbook of business groups*, Oxford University Press, Oxford.
- Consob (2022), *Rapporto CONSOB sulla corporate governance delle società quotate italiane 2021*, disponibile online. <https://www.consob.it/documents/1912911/1925397/rcg2021.pdf/82c2f0a3-360a-eb16-04f2-e90c11475e11>
- Cozzi, G., & Genco P. (1994). "Proprietà familiare e struttura del sistema finanziario nazionale", in Becattini, G., & Vaccà, S., *Prospettive degli studi di economia e politica industriale in Italia*, Franco Angeli, Milano.
- Eurostat (2025). Structure of multinational enterprise groups in the EU, disponibile online. https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Structure_of_multinational_enterprise_groups_in_the_EU
- Friedman, E., Johnson, S. & Mitton, T. (2003). Propping and Tunneling, *Journal of Comparative Economics* 31(4), 732-750.
- Hamelin, A. (2011). Small Business Groups Enhance Performance and Promote Stability, not Expropriation. Evidence from French Smes, *Journal of Banking & Finance*, 35(3), 613-626.
- Holmes, Jr. R. M., Hoskisson, R. E., Kim, H., Wan, W. P., & Holcomb, T. R. (2018). International Strategy and Business Groups: A Review and Future Research Agenda, *Journal of World Business*, 53(2), 134-150.

- Istat (2023). *Conti economici delle imprese e dei gruppi di impresa. Anno 2021*, disponibile online. <https://www.istat.it/comunicato-stampa/conti-economici-delle-imprese-e-dei-gruppi-di-impresa-anno-2021/>
- Johnson, S., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (2000). Tunneling, *The American Economic Review*, 90(2), 22-27.
- Khanna, T. & Yafeh, Y. 2007. Business Groups in Emerging Markets: Paragons or Parasites?, *Journal of Economic Literature*, 45, 331-372.
- Lemmon, M. L., & Lins, K. V. (2003). Ownership Structure, Corporate Governance, and Firm Value: Evidence from the East Asian Financial Crisis. *The Journal of Finance*, 58(4), 1445-1468.
- Lodh, S., Nandy, M., & Chen, J. (2014). Innovation and Family Ownership: Empirical Evidence from India, *Corporate Governance: An International Review*, 22, 4-23.
- Mahmood, I. P., & Mitchell, W. (2004). Two Faces: Effects of Business Groups on Innovation in Emerging Economies, *Management Science*, 50(10), 1348-1365.
- Masini, C. (1979). *Lavoro e Risparmio*, Milano.
- Mosconi, A, & Rullani, E. (1978). *Il gruppo nello sviluppo dell'impresa industriale*, ISEDI, Milano.
- Onida, P. (1971). *Economia d'azienda*, UTET, Torino.
- Saraceno, P. (1964). *La produzione industriale*, Libreria Universitaria Editrice, Venezia.
- Vaccà, S. (1960). Partecipazioni azionarie e rapporti contrattuali nella formazione dei gruppi aziendali, *Il Risparmio*, luglio.
- Vito, F. (1932). *I sindacati industriali. Cartelli e gruppi*, Giuffrè, Milano.