

*Dipartimento di Impresa e Management  
Corso Magistrale di Consulenza Aziendale  
Cattedra di Controllo di gestione avanzato*

**La Performance dell'impresa familiare: un'evidenza  
empirica in chiave italiana.**

RELATORE

Prof. Fabrizio Di Lazzaro

CANDIDATO

Flavio Gato Gioia

CORRELATORE

Prof. Cristiano Busco

Matr. 654231

**ANNO ACCADEMICO 2015-2016**

# LA PERFORMANCE DELL'IMPRESA FAMILIARE: UN'EVIDENZA EMPIRICA IN CHIAVE ITALIANA

## Indice

<b>INTRODUZIONE .....</b>	<b>4</b>
<b>CAPITOLO 1 L'IMPRESA FAMILIARE: CONSIDERAZIONI INTRODUTTIVE.....</b>	<b>6</b>
1.1 L'INTERESSE ACCADEMICO VERSO L'IMPRESA FAMILIARE .....	6
1.2 IL FAMILY BUSINESS NEL MONDO.....	8
1.3 PROBLEMA DEFINITORIO: ETEROGENEITÀ .....	10
1.4 TIPOLOGIE DI IMPRESA FAMILIARE .....	14
1.5 LA <i>CORPORATE GOVERNANCE</i> NELL'IMPRESA FAMILIARE.....	16
1.6 LE UNICITÀ BIVALENTI .....	18
1.7 ASPETTI POSITIVI E NEGATIVI: I PROBLEMI D'AGENZIA.....	20
1.8 MECCANISMI DI CORPORATE GOVERNANCE .....	26
<b>CAPITOLO 2 LA GESTIONE ORIENTATA AL VALORE NELL'IMPRESA FAMILIARE. 30</b>	<b>30</b>
2.1 INTRODUZIONE.....	30
2.2 L'IMPORTANZA DEGLI INTANGIBLE-ASSETS NEL CONTESTO FAMILIARE .....	31
2.3 VARIABILI NON FINANZIARIE: LE CAPACITÀ DINAMICHE .....	33
2.4 LA BALANCED SCORECARD APPLICATA AL FAMILY BUSINESS .....	35
2.5 MISURE FINANZIARIE .....	39
2.6 IL PROCESSO DI SUCCESSIONE: OPPORTUNITÀ O MINACCIA PER LA CREAZIONE DEL VALORE..	42
<b>CAPITOLO 3 LA PERFORMANCE NELL'IMPRESA FAMILIARE .....</b>	<b>45</b>
3.1 LE DETERMINANTI DELLA PERFORMANCE NELL'IMPRESA FAMILIARE.....	45
3.2 PROPRIETÀ FAMILIARE E PERFORMANCE .....	49
3.3 RELAZIONE TRA PERFORMANCE E SUCCESSIONE GENERAZIONALE .....	51
3.4 LA STRUTTURA DEL CAPITALE NELL'IMPRESA FAMILIARE .....	54
3.5 LA PERFORMANCE DAL PUNTO DI VISTA DELL'EQUITY: ROE E SUE DETERMINANTI.....	55
3.5.1 <i>Redditività operativa</i> .....	58
3.5.2 <i>redditività extra-operativa</i> .....	60
3.5.3 <i>Redditività straordinaria</i> .....	61
3.5.4 <i>Leva finanziaria</i> .....	61
3.5.5 <i>Il ROE scomposto</i> .....	64
<b>CAPITOLO 4 L'EVIDENZA EMPIRICA.....</b>	<b>65</b>
4.1 INTRODUZIONE.....	65
4.2 DOMANDA DI RICERCA.....	67
4.3 IL CAMPIONE DI INDAGINE.....	68
4.3.1 <i>modalità di Costruzione</i> .....	68
4.3.2 <i>Descrizione del campione</i> .....	69
4.4 METODOLOGIA .....	72
4.5 RISULTATI DELL'ANALISI CONTABILE.....	77
4.5.1 <i>Il ROEn delle imprese familiari</i> .....	77
4.5.2 <i>Il ROEn delle imprese non-familiari</i> .....	79
4.5.3 <i>I campioni a Confronto</i> .....	80
4.6 RISULTATI DELL'ANALISI ECONOMICA.....	91
<b>CONCLUSIONI .....</b>	<b>95</b>

<b>BIBLIOGRAFIA.....</b>	<b>98</b>
<b>SITOGRAFIA .....</b>	<b>102</b>
<b>INDICE DELLE FIGURE .....</b>	<b>103</b>

## Introduzione

Uno dei temi più affrontati nel campo della ricerca sulla finanza aziendale riguarda l'influenza della Governance sulla Performance aziendale.<sup>1</sup> All'interno di questa ricerca molti studiosi hanno posto la loro attenzione sulla proprietà concentrata, tipica dell'impresa familiare, e di come essa influenzi la performance aziendale<sup>2</sup>. A riguardo non vi sono mai state opinioni univoche: alcuni studi hanno evidenziato come la proprietà familiare abbia influenzato in positivo la performance dell'impresa; altri, invece, mostrano come essa abbia avuto un effetto negativo.

Sulla base di tali premesse, il presente lavoro si pone l'obiettivo di andare ad indagare sulla performance di tutte le imprese italiane quotate nella borsa italiana appartenenti al settore "beni di consumo". Tali imprese sono state suddivise in due campioni il cui elemento discriminatorio è stato individuato nella proprietà familiare. Ciò al fine di porre in essere un'evidenza empirica volta a verificare se le imprese familiari appartenenti al settore in esame, nel triennio 2012-2014, abbiano conseguito performance migliori/peggiori rispetto alle imprese non-familiari.

L'elaborato si compone di tre capitoli: il primo capitolo s'incentra sulle considerazioni introduttive "teoriche". In particolare, l'attenzione è stata concentrata sulla diffusione del fenomeno familiare nel mondo, sul problema definitorio, sulla Corporate Governance e su alcuni aspetti caratterizzanti l'impresa familiare.

Nel secondo e terzo capitolo sono state presentate rispettivamente le metodologie contabili ed economiche strumentali all'analisi affrontata nel quarto capitolo.

---

<sup>1</sup> Danny Miller a, Isabelle Le Breton-Miller Richard H. Lester c, Albert A. Cannella Jr. Are family firms really superior performers?. Family Business review.

<sup>2</sup> Anderson and Reeb, 2003; Ang et al., 2000; Bennedsen et al., in press; McConaughy et al., 1998; Cronqvist and Nilsson, 2003; Maury, 2006; Villalonga and Amit, 2006.

Infine il quarto capitolo presenta il nucleo centrale della mia tesi: un'evidenza empirica volta a verificare se le imprese familiari quotate italiane appartenenti al settore "beni di consumo" hanno registrato, nel triennio 2012-2014, performance migliori rispetto alle imprese non familiari quotate appartenenti al medesimo settore. In particolare, il capitolo è stato organizzato nel seguente modo: in primo luogo ci si è soffermati sulla domanda di ricerca, ossia l'oggetto su cui si è fondata l'analisi; in secondo luogo sono stati descritti i campioni e i criteri utilizzati ai fini della sua costruzione; in terzo luogo è stata descritta la metodologia e presentati i relativi risultati.

# Capitolo 1 L'impresa familiare: Considerazioni introduttive

## 1.1 L'interesse accademico verso l'impresa familiare

Nei decenni passati l'impresa familiare era considerata un modello di organizzazione inefficiente, per questa ragione avrebbe occupato, nel corso del tempo, un ruolo sempre più "marginale" nella moderna economia a favore di una nuova tipologia d'impresa: l'impresa manageriale.

Chandler nel libro "*The visible hand*" afferma:

*"Il progressivo consolidamento della grande impresa negli Stati Uniti non è il risultato di un processo casuale. Al contrario tale sviluppo segna la superiorità in termini di efficienza economica dei processi di allocazione delle risorse operanti dalla "mano invisibile" e della gerarchia manageriale su quelli realizzati dalla "mano invisibile" del mercato".<sup>3</sup>*

Probabilmente questo è stato uno dei motivi per il quale la quasi totalità della letteratura economica si è focalizzata sulla *Public Company*, ossia l'impresa ad azionariato diffuso. Infatti, gli studi condotti sulle imprese a proprietà familiare, se paragonati con gli studi riguardanti la proprietà diffusa, sono quantitativamente limitati e di epoca recente.

L'interesse accademico verso il tema dell'impresa familiare è cresciuto solo negli ultimi anni; il momento storico è individuabile intorno al 1980, quando la rivista "Organizational Dynamics" dedicò uno "speciale" all'impresa familiare e quando, nel 1988, fu creata la prima rivista: "*family Business Review*".

Le ragioni di questo improvviso interessamento potrebbero essere ricercate in diversi fattori:

- Ci si è ricreduti sul pensiero che il fenomeno familiare fosse riconducibile soltanto alle aziende di piccole dimensioni. In realtà, interessa anche le

---

<sup>3</sup> Chandler, *The visible hand*.

imprese di grandissime dimensioni (si pensi all'impresa *Wal-Mart*, controllata da una famiglia, che è stata una delle aziende che ha registrato il più alto fatturato mondiale);

- Col tempo è avvenuto un riconoscimento delle specificità di tali tipologie di imprese in termini di *Governance*, proprietà, gestione, continuità aziendale e crescita;
- È stato dimostrato che questa è la forma societaria maggiormente diffusa a livello mondiale.

Con riguardo verso quest'ultima motivazione, sono rinvenibili molte evidenze empiriche dimostranti che le imprese a proprietà familiare sono ampiamente diffuse nel panorama mondiale.

Ad esempio negli USA, Holderness (2009)<sup>4</sup> smentisce la comune visione secondo la quale le imprese Statunitensi sono prevalentemente ad azionariato diffuso.

Sin dal "*seminal work*" di Berle and Means (1932) si riteneva che negli USA predominasse il modello della *Public Company* e quindi la separazione tra proprietà e controllo. Anche La Porta et al. (1998), concentrandosi sulla struttura proprietaria di 10 delle più grandi società Statunitensi non finanziarie, giunsero alla medesima conclusione.

Secondo Holderness tali studi, come altri (Becht 2001; Denis and McConnell 2003; Enriques and Volpin 2007; Franks, Mayer, and Rossi 2007), dovevano fare i conti con un grosso limite, ossia quello di focalizzare l'attenzione sulle grandi imprese ignorando quelle di piccole e medie dimensioni.

In particolare l'autore evidenzia che per un campione di 357 *Public Companies* statunitensi, il 96% ha un grande *blockholders* che possiede almeno il 5% dei voti. Anche tra le più grandi imprese americane (S&P 500) l'86% hanno almeno un *blockholder*.

Quindi *gli assetti proprietari delle società statunitensi non sono dissimili da quelli delle società di altre nazioni.*

---

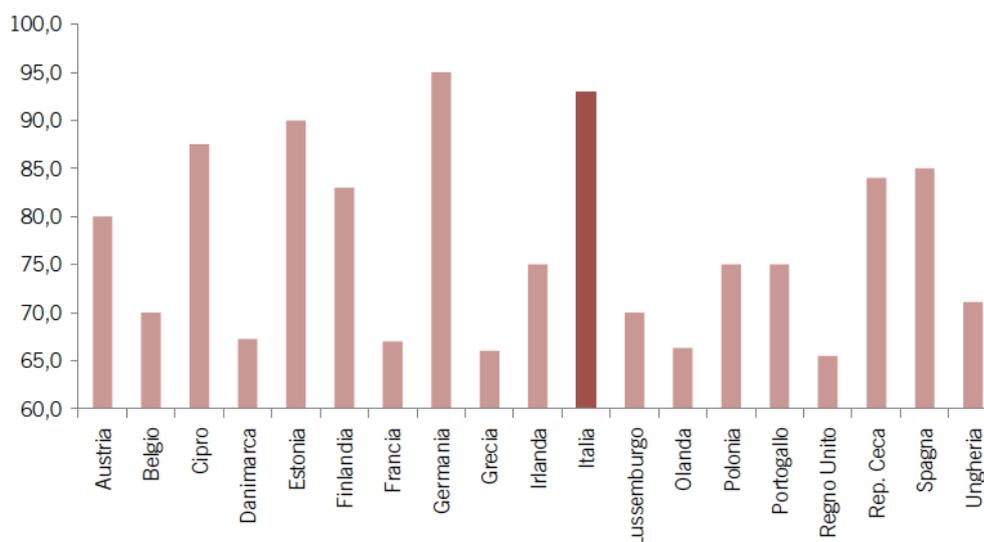
<sup>4</sup> Holderness, Clifford G. (2009). The myth of the new ownership in the United States. *Review of Financial Studies*.

Inoltre non vi sono particolari differenze per quanto concerne l'identità degli azionisti, infatti nel 53% di tutte le imprese statunitensi e nel 59% delle imprese del resto del mondo l'azionista di maggioranza è rappresentato da una famiglia.

## 1.2 Il Family business nel mondo

Come vedremo a breve, le imprese familiari occupano un ruolo di primario nella vita economica e sociale di molte nazioni, soprattutto di quelle occidentali.

In ambito Europeo, il modello dell'impresa familiare domina in 19 paesi dell'UE: si pensi che l'incidenza percentuale minore sul totale delle imprese attive arriva a sfiorare il 65% in Grecia, Olanda, UK; mentre l'incidenza più elevata è stata registrata in Germania e Italia con una percentuale, rispettivamente, del 95% e del 93%.

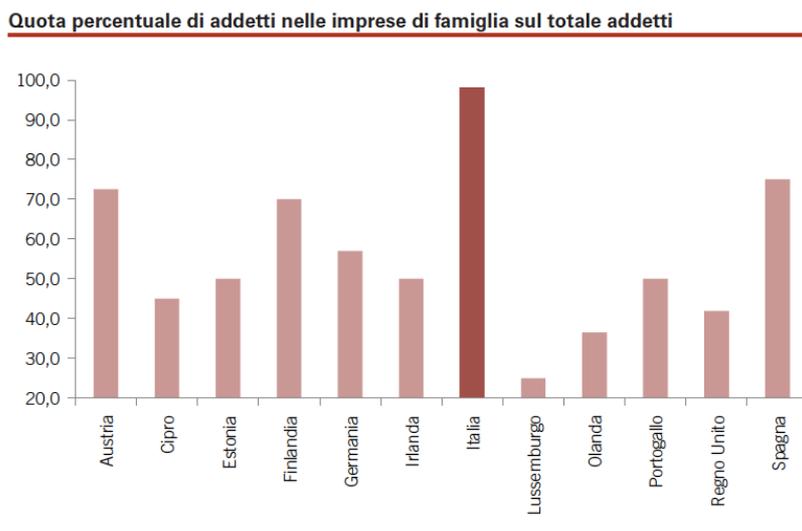


**Figura 1: incidenza del fenomeno familiare in Europa<sup>5</sup>**

L'importanza del *family business* è dimostrata anche prendendo in considerazione l'incidenza degli addetti familiari rispetto agli addetti totali.

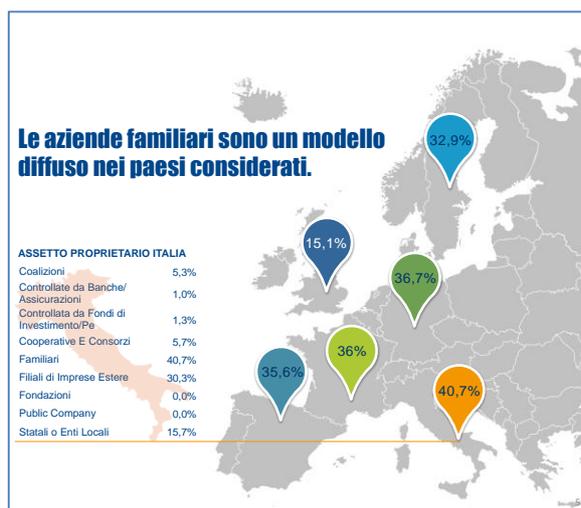
<sup>5</sup> Rapporto Unioncamere 2014. Imprese, comunità e creazione di valore.

Tra i 12 paesi sui quali è stata condotta l'indagine<sup>6</sup>, l'Italia è il paese in assoluto con l'incidenza più elevata: il 90% degli addetti totali sono inerenti all'impresa familiare.



**Figura 2: Quota percentuale di addetti nelle imprese familiari sul totale di famiglia<sup>7</sup>**

Un ulteriore evidenza empirica che conferma la diffusione di tale modello di *business* in ambito Europeo è riconducibile all'AIDF (Associazione Italiana delle aziende familiari), che nel 2014 ha condotto un'analisi sulle prime 300 aziende per dimensione in 6 Paesi Europei (Francia, Germania, Italia, Spagna, Svezia, UK).



**Figura 3: Percentuale di aziende familiari in Europa<sup>8</sup>**

<sup>6</sup> Rapporto Unioncamere 2014. Imprese, comunità e creazione di valore.

<sup>7</sup> Rapporto Unioncamere 2014. Imprese, comunità e creazione di valore.

Dando uno sguardo al “resto del mondo” si nota come la diffusione di tale modello di *business* interessa anche i paesi che, per le loro caratteristiche, sono accomunati al sistema di *Governance* anglosassone. Infatti a seguito dell’indagine condotta dall’ IFERA<sup>9</sup> (International family Enterprise Research Academy), nel 2002, in 45 paesi è risultato che: negli USA le imprese familiari rappresentano circa il 95% (Shanker & Astrachan, 1996), nell’America latina e centrale il 65%, in Brasile la percentuale ruota attorno al 90%.

### **1.3 Problema definitorio: eterogeneità**

Non vi sono mai state opinioni univoche circa la qualificazione d’impresa familiare. Probabilmente ciò è imputabile al fatto che “*il coinvolgimento della famiglia nel business rende l’azienda diversa e unica*” (Miller & Rice, 1967). L’unicità può essere identificata in molteplici fattori, quali: modello di proprietà, *Governance*, gestione, successione, modalità di formulazione, progettazione e implementazione di obiettivi e strategie.

Forse, proprio a causa di questa unicità, nel corso degli anni sono state formulate differenti definizioni che hanno portato al problema di selezionamento dei campioni d’impresa sui quali condurre gli studi e della difficoltà di confrontare i risultati delle ricerche empiriche.

In letteratura possono essere individuati una miriade di “tentativi definitori” che hanno cercato di distinguere le imprese familiari dalle non-familiari.

Molti autori si sono concentrati sul diverso grado di combinazione tra proprietà e gestione:

- Proprietà familiare e gestione familiare;
- Proprietà familiare e gestione non familiare;
- Proprietà non familiare e gestione familiare.

Vi è opinione pacifica sul fatto che, ai fini del “*family business*”, proprietà e gestione devono appartenere alla famiglia; tendono ad essere divergenti non appena ci si allontana da tale situazione.

---

<sup>8</sup> Associazione Italiana Delle Aziende Familiari (AIDAF). Osservatorio AUB 2014.

<sup>9</sup> International Family Enterprise Research Academy (IFERA). Family Businesses Dominate.

Tuttavia “il coinvolgimento familiare” non sembra essere il tratto distintivo dell’impresa familiare.

Infatti, date un certo numero d’imprese con lo stesso coinvolgimento familiare nella proprietà e gestione, non è detto che tutte siano qualificate o si comportino come “imprese familiare”;

Pertanto è necessario individuare *l’essenza* che consenta di distinguere le imprese familiari dalle altre. Essa può essere ricercata nella VISION<sup>10</sup> sviluppata dalla coalizione dominante a controllo familiare, la quale nel corso del tempo può essere modificata purché risulti sostenibile per le generazioni future.

Jess H. Chua, James J. Chrisman (1999) *propongono la seguente definizione teorica:*

*The family business is a business governed and/or managed with the intention to shape and pursue the vision of the business held by a dominant coalition controlled by members of the same family or a small number of families in a manner that is potentially sustainable across generations of the family or families<sup>11</sup>.*

Dalla definizione possiamo notare come non sia necessaria la proprietà familiare essendo sufficiente “il controllo dominante dei membri della famiglia”. Inoltre è enfatizzata l’influenza della famiglia sulla direzione strategica dell’impresa.

L’influenza può essere studiata sulla base del F-PEC, un indice elaborato da Astrachan et al. (2002) che prende in considerazione 3 dimensioni: *Power, Experience, Culture*.

In merito al *potere*, una famiglia può influenzare attraverso l’estensione della proprietà, la *Governance* e il coinvolgimento nella gestione. In linea con questa visione Klein afferma:

---

<sup>10</sup> Jess H. Chua James J. Chrisman, Pramodita Sharma. Defining the Family Business by Behavior.

<sup>11</sup> Jess H. Chua James J. Chrisman, Pramodita Sharma. Defining the Family Business by Behavior. Pag. 25.

*“Influence in a substantial way is considered if the family either owns the complete stock or, if not, the lack of influence in ownership is balanced through either influence through corporate governance or influence through management”.*<sup>12</sup>

Come si può notare non è posto l'accento sull'importanza dell'influenza indiretta, la quale può essere determinata attraverso il prodotto di due quote di proprietà lungo la catena delle società proprietarie (Se A detiene 50% di B e B detiene 50% di C allora A controlla il 25% di C).

Il fattore *esperienza* dipende da molteplici variabili, quali generazioni di proprietà, generazioni attive nella gestione e nel CDA.

Molti autori concordano che essa aumenta nel corso delle generazioni future.

Tuttavia alcuni ritengono che tra la conseguenza della successione vi sia la perdita di talento ed esperienza. Mock et al. affermano che il talento e la competenza sono parzialmente trasferiti da una generazione all'altra, quindi nel tempo tendono a ritornare nella media.

*La cultura*, intesa come un insieme di valori riconosciuti da tutti i membri di un'organizzazione, rappresenta un elemento importante all'interno di un'impresa. Ciò in quanto essa influenza in maniera significativa il *business*.

I valori di un'organizzazione, che sono radicati nella vecchia generazione, non necessariamente si manifestano nella famiglia attuale; attraverso il F-PEC è possibile valutare la misura in cui i valori della famiglia si sovrappongono con quelli aziendali, così come l'impegno della famiglia verso gli affari.

Nel 2009 il *Family Business Group*, un organo costituito dalla Commissione Europea, ha individuato una definizione di impresa familiare, è la prima volta nella storia che un organo ufficiale di tale rilevanza si espone in modo così esplicito.

---

<sup>12</sup> Guido Corbetta, Daniela Montemerlo. The role of family in family business. Pag. 13.

La definizione è stata proposta alla luce di quella diffusa, nel 2006, dall'istituto del Ministero del Commercio e dell'Industria della Finlandia.

Il *Family Business Group* ha individuato una serie di condizioni che, se soddisfatte, consentono di qualificare un'impresa come familiare a prescindere dalla sua dimensione.

In primo luogo non è necessario che la famiglia posseda la totalità del capitale sociale: nelle società non quotate è sufficiente la maggioranza delle azioni in modo tale che il potere decisionale sia incentrato nel soggetto che ha fondato l'azienda o ha acquistato il capitale sociale della società (mentre nelle società quotate è richiesto una percentuale del 25%); in secondo luogo è richiesto il coinvolgimento nella gestione di almeno un membro della famiglia, infine si precisa che il controllo può essere sia diretto che indiretto tramite  *Holding* o altri strumenti.

Di seguito è riportata la definizione integrale proposta dall'Organismo Europeo:

*“A firm, of any size, is a family business, if: (1) The majority of decision-making rights is in the possession of the natural person(s) who established the firm, or in the possession of the natural person(s) who has/have acquired the share capital of the firm, or in the possession of their spouses, parents, child or children’s direct heirs; (2) The majority of decision-making rights are indirect or direct; (3) At least one representative of the family or kin is formally involved in the governance of the firm; (4) Listed companies meet the definition of family enterprise if the person who established or acquired the firm (share capital) or their families or descendants possess 25 per cent”.*<sup>13</sup>

---

<sup>13</sup> Final report of the expert group. Overview of family business relevant issues: research, networks, policy measures and existing studies. Pag. 10.

## 1.4 Tipologie di impresa familiare

Saranno analizzati alcuni tratti caratterizzanti l'impresa familiare come le tipologie di impresa e il ricambio generazionale nonché alcuni aspetti, definiti "attributi bivalenti", i quali presentano sia aspetti positivi sia aspetti negativi.

Uno degli aspetti peculiari dell'impresa familiare è riconducibile alla loro diversità. Pertanto molti autori accademici hanno cercato di suddividerle in classi omogenee sulla base di determinate caratteristiche.

In linea generale, l'elemento discriminante preso in considerazione è stato il "coinvolgimento familiare" in termini di proprietà e gestione. In altre parole, le imprese sono state collocate in uno stesso gruppo in relazione alla loro somiglianza dal punto di vista della struttura proprietaria e gestoria.

Ciò nonostante tali elementi "differenziatori" devono essere ampliati, infatti imprese con lo stesso grado di coinvolgimento familiare, in termini di proprietà e gestione, sicuramente manifesteranno diversità in termini di cultura aziendale, orientamento strategico e quindi raggiungimento degli obiettivi.

Ciò è realizzato attraverso una rivisitazione del concetto di "Professionalizzazione" dell'impresa familiare, il quale deve essere considerato in termini multidimensionali.

Esso, infatti, non può essere ricondotto al solo ingresso di *manager* esterni, ma deve prendere in considerazione ulteriori fattori come: la creazione di una *Governance* efficace, la modifica della composizione del *Board* in termini di presenza di *outsider directors* non familiari, nonché la creazione di meccanismi formali di controllo finanziario e delle risorse umane.

A riguardo Dekker et al<sup>14</sup> (2012) individuano 5 dimensioni della professionalizzazione dell'impresa familiare, in base alle quali "clasterizzano" le imprese in gruppi omogenei ciascuno avente determinate caratteristiche. In particolare le dimensioni sono:

- Sistemi di controllo finanziari;

---

<sup>14</sup> Julie C. Dekker, Nadine Lybaert, Tensie Steijvers, Benoît Depaire and Roger Mercken. Family Firm Types Based on the Professionalization Construct: Exploratory Research, Family Firm Review.

- Coinvolgimento dei non-familiari nel sistema di *Governance*;
- Sistema di controllo delle risorse umane;
- Decentralizzazione di autorità;
- Attivismo del *board*.

Sulla base di tali dimensioni sono state individuate 4 tipologie di imprese:

- 1) Autocratica:** è caratterizzata da un basso livello di professionalizzazione. E' un'impresa a proprietà familiare in cui vi è un fortissimo coinvolgimento della famiglia nella gestione e un'elevata centralizzazione dell'autorità. Infatti, molto spesso, il sistema di *amministrazione*, ad esempio il CDA, nasce semplicemente per rispettare i requisiti imposti dalla legge e i meccanismi di controllo interno rispondono ad una logica informale (si pensi ai valori condivisi all'interno dell'organizzazione, alle norme, alle relazioni di parentela).
- 2) Domestica:** si differenzia dal primo tipo per la presenza della formalizzazione dei controlli interni (sia finanziari che delle risorse umane). Infatti al loro interno vengono definite procedure e sistemi di monitoraggio al fine di verificare che le azioni intraprese dai "familiari" siano in linea con gli obiettivi strategici definiti.
- 3) Amministrative-Ibryd:** contraddistinta da un elevato livello di professionalizzazione. In particolare, vi è una diminuzione del coinvolgimento familiare a livello gestorio per la presenza di manager esterni (manager non familiari). Questo comporta una diminuzione dell'accentramento di potere e il CDA svolge un ruolo attivo nella consulenza e supervisione dell'attività dell'impresa.
- 4) Clench-Ibryd:** basata su una diminuzione del coinvolgimento familiare sia dal punto di vista della proprietà che dal punto di vista della gestione. Infatti, vi è l'apertura anche a soci non familiari e le funzioni amministrative non sono incentrate esclusivamente nelle mani dei familiari.

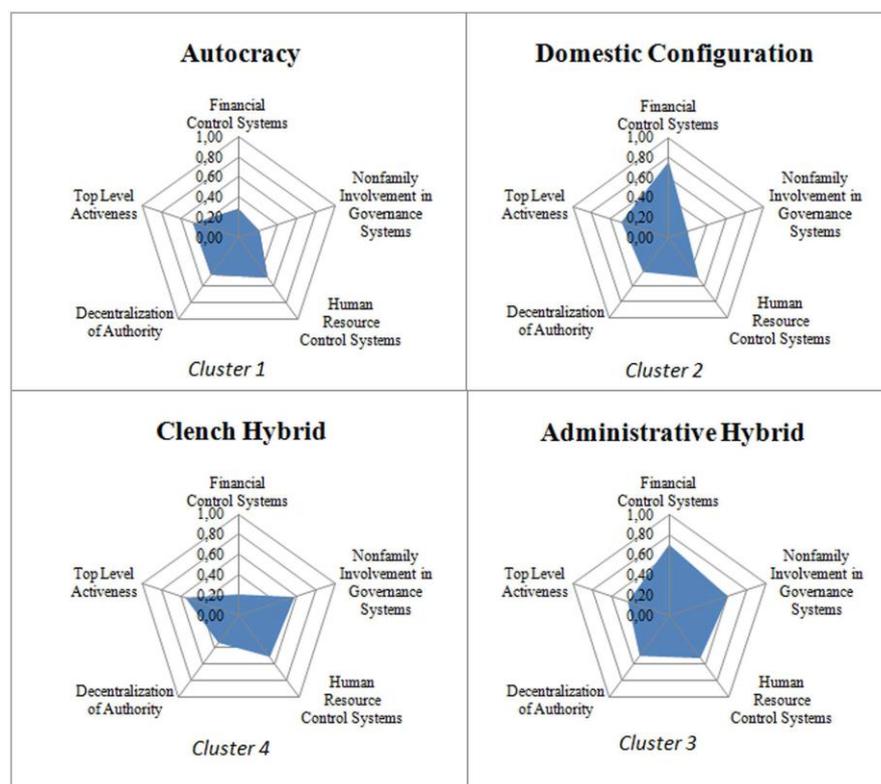


Figura 4: Tipologie d'impresе familiari<sup>15</sup>

## 1.5 La *Corporate Governance* nell'impresа familiare

La *Corporate Governance* è un aspetto di cruciale importanza all'interno di una società in quanto consente di assicurare una sana e corretta gestione dell'impresа, la trasparenza nelle scelte gestionali e una chiara individuazione delle responsabilità e dei poteri degli organi societari. Ciò con l'obiettivo della creazione del valore nel medio-lungo periodo e della minimizzazione dei conflitti di interessi che inevitabilmente sorgono a causa della divergenza di interessi da parte dei diversi portatori di interessi (Stakeholder).

I conflitti che hanno generato maggior interesse sono stati quelli che hanno impedito ai fornitori di capitale finanziario di realizzare rendimenti adeguati<sup>16</sup>.

A tal proposito, la definizione di *Corporate governance* generalmente accettata è "il set di meccanismi che assicurano ai portatori di capitali di

<sup>15</sup> Julie C. Dekker et al. Family Firm Types Based on the Professionalization Construct: Exploratory Research, Family Firm Review. Pag 89.

<sup>16</sup> Diane k. Denis. International Corporate Governance Research. Family Firm Review.

ricevere un appropriato rendimento sul loro investimento” (Shleifer and Vishny 1997).

Tuttavia non tutti condividono questa definizione: sostenitori della Stakeholder Theory suggeriscono che la *governance* deve garantire una congrua remunerazione a tutti i soggetti interessati.

Ancor di più nelle imprese familiari, la *Corporate Governance* risulta fondamentale considerando che vi è una maggiore probabilità di sovrapposizione tra proprietà e gestione e che i membri familiari occupano posizioni apicali all'interno della società.

Infatti, la *Corporate Governance* consente di raccordare elementi che potenzialmente potrebbero avere impatti rilevanti sulla *performance* dell'impresa, quali ad esempio la ripartizione del potere all'interno della famiglia e l'interazione tra i membri della famiglia.

In linea generale, ricerche empiriche<sup>17</sup> suggeriscono che le imprese familiari tendono ad adottare una struttura di *Corporate Governance* nettamente diversa rispetto alle imprese non-familiari, la quale risulta incoerente con la massimizzazione del valore della società.

In primo luogo, per quanto riguarda la proprietà, i grandi *blockholders* sono meno propensi a detenere azioni delle imprese familiari. Si pensi che in Italia, a seguito dell'indagine condotta dall'osservatorio AUB (2009) su 2455 aziende, è stato rilevato che nel 57% dei casi la famiglia proprietaria detiene il 100% del controllo; inoltre in media i soci sono circa 6.

In secondo luogo, in merito alla composizione del Board, nelle imprese familiari tendenzialmente risulta una minore presenza di Amministratori indipendenti e di *outsider* rispetto alle imprese non-familiari.

Inoltre vi è una maggiore probabilità che la figura di Amministratore delegato e di presidente sia ricoperta dalla medesima persona (cosiddetta CEO duality). Al riguardo, il codice di autodisciplina raccomanda esplicitamente la separazione dei due ruoli.

---

<sup>17</sup> Simon Bartholomeusz, George A. Tanewski. The Relationship between Family Firms and Corporate Governance. Family Firm Review.

## 1.6 Le unicità bivalenti

Uno degli aspetti caratterizzanti la maggior parte delle imprese familiari è la commistione tra famiglia, proprietà e gestione.

Da qui probabilmente hanno origine molte unicità “intrinseche”, fonte di vantaggi ma anche di svantaggi per le famiglie proprietarie, le quali vengono definite “*attributi bivalenti*”.<sup>18</sup>

Il primo attributo può essere riconducibile alla “*contemporanea occupazione di più ruoli*”. Infatti, i membri familiari, oltre al legame parentale, potrebbero essere sia proprietari sia manager.

L’aspetto positivo è individuabile nella convergenza degli interessi. Infatti, i membri familiari sono preoccupati al benessere e all’unità della famiglia, i proprietari sono interessati al ritorno dell’investimento e alla redditività dell’impresa, i manager sono orientati all’efficacia operativa. Inoltre il potere decisionale sarà incentrato nelle mani di pochi e quindi più rapido ed efficiente.

Tuttavia bisogna sottolineare che spesso le “norme familiari” e le “norme del *business*” non collimano e potrebbero conseguentemente ostacolarsi a vicenda. A causa della sovrapposizione dei ruoli le considerazioni della famiglia potrebbero influenzare le scelte amministrative, che inevitabilmente mancheranno di oggettività.

Inoltre la sovrapposizione di più ruoli potrebbe generare potenziali conflitti di interessi: si pensi al caso in cui il proprietario-padre sia anche presidente del CDA e, al fine di conservare il suo potere, eserciti la sua influenza di padre sul figlio oscurandone le capacità di amministrazione.

Il secondo attributo è riconducibile alla “*condivisione dell’identità*” da parte di tutti i soggetti (parenti) facenti parte dell’organizzazione.

Nonostante potrebbe risultare scontato, esso influenza in maniera significativa il comportamento dei familiari sia all’interno che al di fuori del

---

<sup>18</sup> Renato Tagiuri, John Davis. Bivalent Attributes of the Family Firm. Family Firm Review.

lavoro. Spesso, infatti, i soggetti esterni associano alla famiglia comportamenti posti in essere dal singolo: ad esempio se uno o più membri della famiglia agisce in maniera non socialmente responsabile nei confronti dell'ambiente in cui opera l'impresa, tutta la famiglia (e quindi l'impresa) sarà etichettata in questo modo.

Questa preoccupazione verso l'immagine e la politica che ne deriva può risultare importante per aumentare la consapevolezza delle norme della famiglia.

Anche tale aspetto risente di alcuni limiti: le politiche attuate potrebbero risultare opprimenti a qualche membro familiare, oppure potrebbero scaturire conflitti qualora alcuni di essi non contribuiscano attivamente alla tutela dell'immagine familiare.

Il terzo attributo può essere rappresentato dalla "*comune storia*".

Più precisamente si fa riferimento al fatto che i membri familiari, rispetto ai non familiari, sicuramente avranno condiviso una notevole quantità di esperienze e quindi ognuno conosce dell'altro punti di forza e debolezze.

Così come potranno utilizzare questa conoscenza per lavorare insieme in modo più proficuo, attingendo ai rispettivi punti di forza e integrando i rispettivi punti di debolezza, potranno anche mettere in evidenza le debolezze di un terzo con lo scopo di compromettere la sua posizione in azienda.

Inoltre è necessario tener presente che qualsiasi relazione interpersonale comporta esperienze positive ma anche negative. Ciò influenza in maniera significativa le aspettative della "coppia" nel caso in cui due soggetti debbano lavorare insieme (un membro della famiglia, per esempio, potrebbe evitare di affrontare situazioni lavorative con un parente memore di delusioni pregresse).

Il quarto attributo può essere ricondotto al "*linguaggio privato*" utilizzato dai membri della famiglia per interagire tra loro. Si fa riferimento ad esempio a frasi speciali, espressioni, movimenti del corpo che hanno un

determinato significato frutto delle esperienze condivise nel corso degli anni.

Questo consente ai familiari di comunicare tra loro in modo più efficiente, di scambiare informazioni con maggiore privacy e di giungere a decisioni in maniera più rapida rispetto a quanto generalmente sia possibile tra non-parenti.

Tuttavia gli aspetti del linguaggio privato possono distorcere le comunicazioni: può mantenere disinformati i membri estranei alla famiglia. Infine vi è *“l’importanza dell’impresa familiare”*. Più precisamente l’impresa assume un particolare significato per i membri della famiglia proprietaria. Essa, infatti, viene considerata fulcro della famiglia e per i suoi membri assume un valore strettamente affettivo.

L’importanza dell’impresa per coloro che fanno parte del nucleo familiare e il conseguente attaccamento ad esso influenzano le relazioni di lavoro tra parenti.

Padre e figlio possono diventare feroci rivali, conseguentemente il fondatore può lottare per mantenere il controllo della società.

Tuttavia il forte attaccamento all’organizzazione può unire i loro obiettivi e la loro volontà nel contribuire al benessere dell’impresa.

In definitiva, questo simbolismo può attribuire un senso di missione all’organizzazione, che raramente si riscontra nelle imprese non-familiari.

### **1.7 Aspetti positivi e negativi: i problemi d’agenzia**

Una delle caratteristiche dell’impresa familiare risiede nella concentrazione della proprietà. L’azionista di maggioranza è la famiglia, la quale non di rado si occupa anche della gestione dell’impresa.

Di conseguenza i problemi legati alla separazione tra proprietà e controllo, in termini di divergenza di interessi tra azionisti e manager, non sono rilevanti come nelle imprese ad azionariato diffuso.

Jensen e Meckling (1976) qualificano i relativi costi come “*agency cost type I*”<sup>19</sup>, i quali derivano dall'impossibilità della perfetta contrattazione tra manager e azionisti. Infatti, i manager, consci del fatto che gli azionisti non sono in grado di prevedere ex ante ogni possibile stato di natura che potrebbe verificarsi nel corso della gestione, sono incentivati a porre in essere comportamenti opportunistici finalizzati all'estrazione di benefici privati.

Quindi nell'impresa familiare i costi *type I* sono meno rilevanti; addirittura potrebbero essere pari a zero qualora proprietà e gestione fossero nelle mani della famiglia.

Concentriamoci un attimo sui costi di agenzia “*type I*” prima di andare ad individuare gli altri vantaggi che può vantare tale tipologia di modello societario.

Gli *agency cost “type I”* Possono essere visti come il valore della perdita per gli azionisti derivante dal costo necessario per minimizzare le divergenze di interessi tra gli azionisti e i manager.

Jensen e Meckling (1976) li definiscono come la somma dei costi di monitoraggio, dei costi di adesione e delle perdite residuali.

Il costo di monitoraggio comprende le spese sostenute dall'azionista, per osservare, misurare e controllare il comportamento del manager. Tali costi includono il costo del controllo interno, il costo di stipulazione dei contratti di remunerazione e i costi di assunzione e licenziamento dei dirigenti.

I costi di adesione derivano dal cercare di stipulare un contratto quanto più possibile vicino al contratto perfetto.

Le perdite residuali derivano dal fatto che, nonostante gli effetti del monitoraggio e dell'adesione, è improbabile che gli interessi siano perfettamente allineati; essi possono essere quantificati come la differenza tra quanto si potrebbe guadagnare se esistessero contratti perfetti e quanto si guadagna con la migliore contrattazione.

---

<sup>19</sup> Iain Clacher, David Hillier, Patrick McColgan. Agency theory: incomplete contracting and ownership structure.

Le cause che generano conflitti di interesse tra azionisti e manager sono molteplici:

1) *azzardo morale*: secondo Jensen e Meckling (1976) l'incentivo dei manager ad appropriarsi del guadagno occasionale piuttosto che investirlo in progetti di investimenti con VAN positivo, aumenta al diminuire della partecipazione del manager in azienda.

Altri autori (Shleifer e Vishny -1989-) sostengono che i manager tendono ad investire in attività più adatte alle loro capacità personali. Pertanto il valore di questi investimenti sarà più elevato per gli azionisti dell'impresa sotto il manager in carica che sotto il prossimo migliore sostituto candidato.

2) *Ritenzione degli utili*: diversi sono i motivi in base ai quali i manager preferiscono la ritenzione degli utili piuttosto che distribuirli sotto forma di dividendi.

In primo luogo gli utili possono essere investiti per la crescita dimensionale dell'impresa, la quale, oltre a conferire maggior prestigio ai manager, consente un aumento della loro remunerazione essendo quest'ultima positivamente correlata alla crescita dimensionale.

In secondo luogo vi saranno maggiori opportunità di investire in settori correlati al fine di diversificare il rischio. Infatti, il rischio assunto dai manager è maggiore rispetto agli investitori, i quali sicuramente saranno in possesso di un portafoglio ben diversificato. Dunque la diversificazione potrebbe essere un obiettivo incompatibile con gli interessi degli azionisti.

In terzo luogo consente di ostacolare potenziali scalate poiché gli utili potrebbero essere utilizzati per l'acquisto di azioni proprie (l'acquisto di azioni proprie comporta una diminuzione del numero di azioni e soprattutto un aumento dei prezzi, per cui risulterà più difficile il rastrellamento delle azioni sul mercato).

Infine riduce la necessità di finanziamento esterno; infatti, quest'ultimo implica un aumento del controllo esterno che incoraggia il management a prendere decisioni che massimizzano il valore.

3) *Orizzonte temporale*: Gli azionisti sono interessati a tutti i futuri flussi di cassa, in quanto questi sono riflessi nei prezzi delle azioni.

Tuttavia il management può essere interessato al *cash flow* per la durata del loro rapporto di lavoro. Questo porta ad intraprendere progetti di breve periodo con alti rendimenti a discapito dei progetti di lungo periodo.

4) *Avversione al rischio*: i conflitti relativi all'avversione manageriale al rischio sorgono perché ci sono vincoli alla diversificazione del portafoglio. Infatti gran parte del capitale umano dei manager è legato all'impresa per cui loro lavorano. Tuttavia, poiché la loro *compensation* dipende dalla *performance* dell'impresa, potrebbero perseguire investimenti che minimizzano il rischio per il capitale dell'impresa e che potrebbero non essere ottimali dal punto di vista delle azioni.

La non rilevanza di tale tipologia di costi all'interno dell'impresa familiare deriva dal fatto che, in molti casi, i manager sono sinonimo di azionisti di controllo. Tuttavia ciò vale anche nelle imprese familiari di grandi dimensioni dove tendenzialmente la gestione è affidata a manager esterni. Ciò in quanto è meno probabile che pongono in essere comportamenti orientati al soddisfacimento di interessi privati poiché i proprietari non solo monitorano il management molto da vicino ma hanno anche una profonda conoscenza del business (essendo gli ideatori/creatori dell'impresa).

Le famiglie proprietarie monitorano attivamente il management, riducendo il problema del *free-riding* (presente nella proprietà diffusa), perché non detenendo un portafoglio diversificato la loro ricchezza personale è altamente correlata al successo o al fallimento dell'impresa.

Il problema del *free-riding* si verifica perché i benefici che deriverebbero dal monitoraggio sono inferiori ai costi sostenuti. Questo poiché, mentre il costo è sostenuto da chi monitora, i benefici sono ripartiti in proporzione alla percentuale di partecipazione (quindi il monitoraggio va a beneficio di tutti gli azionisti e non incentiva al monitoraggio, soprattutto da parte degli azionisti di minoranza).

Un altro vantaggio risiede nella minore probabilità che l'impresa familiare soffra di investimenti miopi. Infatti, di regola, la proprietà familiare ha un

orizzonte temporale più lungo rispetto agli azionisti tradizionali, essendo uno degli obiettivi il trasferimento della proprietà intergenerazionale.<sup>20</sup>

Se da un lato la proprietà concentrata consente di minimizzare i problemi di agenzia descritti sopra, dall'altro lato si trova ad affrontare un'altra tipologia di conflitto di interesse: il conflitto tra azionisti di maggioranza e azionista di minoranza, dove il "grande azionista" può, grazie al controllo, appropriarsi di benefici privati a danno degli azionisti di minoranza. Tale problema è noto come problema di agenzia II e i relativi costi (*agency cost type II*) sorgono per limitare tale espropriazione.

La tipologia di problema appena descritta può sorgere per diversi motivi:

- 1) *Controllo degli azionisti di minoranza*: controllando l'impresa attraverso la maggioranza dei diritti di voto, la proprietà familiare potrebbe porre in essere azioni che espropriano ricchezza a danno degli azionisti di minoranza. Ciò può realizzarsi, ad esempio, quando vi sono in circolazione due tipologie di azioni e il proprietario fondatore possiede la classe di azioni che attribuisce il voto plurimo (1 azione, più voti).
- 2) *Decisioni di investimento*: essendo il trasferimento intergenerazionale della proprietà un obiettivo primario, i membri familiari tendono ad intraprendere decisioni di investimento meno rischiose che potrebbero risultare non ottimali e non nell'interesse degli azionisti di minoranza. Ad esempio potrebbero intraprendere strategie di diversificazione, le quali potrebbero risultare un costo per gli azionisti di minoranza. Ciò in quanto, detenendo un portafoglio già ben diversificato, non beneficerebbero della diversificazione estranea al *core business dell'impresa*; oppure potrebbero non ricorrere ad una struttura finanziaria ottimale, la quale può risultare una perdita di valore per gli azionisti di minoranza perché l'impresa non utilizza il massimo scudo fiscale possibile derivante dall'assunzione di debito.
- 3) *Costi di successione*: un'altra conseguenza della successione familiare è la perdita di talento ed esperienza: solo una parte di essi sono trasferite da una generazione all'altra (Morck et al. (2000)). Così la *performance*

---

<sup>20</sup> Può essere visto come un beneficio non monetario derivante dal passaggio dell'impresa da una generazione all'altra.

dell'impresa decresce ed influenzerà negativamente i piccoli azionisti.

Un'ulteriore tipologia di conflitto di interesse che potrebbe verificarsi all'interno di un'impresa è quello tra azionisti e creditori (problema di agenzia III<sup>21</sup>).

In particolare gli azionisti potrebbero espropriare ricchezza a danno dei fornitori di capitale, investendo in progetti più rischiosi rispetto a quelli intrapresi normalmente dalla società. In tale contesto gli azionisti catturano la maggior parte dei guadagni mentre gli obbligazionisti sopportano maggiori costi. Quindi i creditori, avendo questa aspettativa, pretendono una remunerazione più alta.

Nell'impresa familiare, tale tipologia di conflitto è meno probabile in quanto gli interessi dei familiari sono meglio allineati con quelli dei creditori. Infatti essendo l'obiettivo della famiglia la sopravvivenza dell'impresa nel lungo periodo, essa non è orientata alla massimizzazione del valore degli azionisti ma a quella dell'impresa. Quindi i finanziatori esterni chiederanno una remunerazione più bassa. In altre parole il costo del debito è relativamente più basso nelle imprese familiari.

Oltre ai problemi di agenzia affrontati poc'anzi (I, II, III), l'impresa familiare è potenzialmente soggetta ad un'ulteriore tipologia di conflitto di interesse: il conflitto tra la famiglia in generale e gli azionisti familiari che agiscono per suo conto.

Infatti come gli azionisti hanno il potere di nominare i dirigenti che agiscono come agenti per loro conto, allo stesso tempo la famiglia può nominare alcuni dei suoi componenti. Quindi come in ogni rapporto di agenzia, gli obbiettivi tra *Principal* (mandante) e *agent* (mandatario) possono divergere. Quindi, in definitiva, la concentrazione della proprietà da un lato allevia i problemi di agenzia I e III, dall'altro sopporta costi maggiori relativamente ai problemi di agenzia II e IV.

---

<sup>21</sup> Ronald C. Anderson, Sattar A. Mansi, and David M. Reeb. *Founding Family Ownership and the Agency Cost of Debt*.

## 1.8 Meccanismi di Corporate Governance

I problemi di agenzia descritti nel paragrafo precedente possono essere mitigati ricorrendo ad alcuni meccanismi di *Governance*, che di seguito saranno analizzati<sup>22</sup>.

Il primo meccanismo è la *concentrazione della proprietà*. La letteratura sulla *Corporate Governance* ha sempre considerato due tipologie di concentrazione della proprietà per alleviare i problemi di agenzia: la proprietà manageriale che, attraverso la titolarità della gestione, consente di allineare gli interessi tra proprietà e manager; la proprietà *Blockholder* che cerca di alleviare il problema attraverso un miglior controllo dei manager.

Come abbiamo potuto vedere nei paragrafi precedenti, entrambe interessano anche le imprese familiari. Infatti la concentrazione della proprietà familiare consente di attenuare il problema di agenzia I e III. Tuttavia comporta l'aumento dei costi relativi ai problemi II e IV.

All'interno dell'impresa familiare, oltre agli azionisti-familiari. Possono esserci anche *Blockholder* esterni, i quali hanno il potere e l'incentivo di monitorare non solo i manager ma anche i soci-familiari. Inoltre possono formare coalizioni con la famiglia per aumentare il loro controllo congiunto. Attraverso il monitoraggio o il controllo congiunto, i non-familiari possono ridurre i problemi di agenzia I e II, ma aggravare quelli III e IV. Ciò in quanto i non-familiari potrebbero ostacolare gli obiettivi intrinseci dei familiari.

Il secondo meccanismo è il *Consiglio di Amministrazione* che, in virtù della capacità e responsabilità di monitorare, dovrebbe proteggere gli azionisti dall'abuso di potere dei manager e allo stesso tempo tutelare i soci di minoranza dall'esproprio da parte degli azionisti di controllo. In tal modo sarebbero ridotti i problemi di agenzia II, a patto che il consiglio non sia controllato totalmente dal socio di controllo.

Nelle imprese familiari, il CDA consente di mitigare anche i rischi connessi ai

---

<sup>22</sup> Belén Villalonga, Raphael Amit, María-Andrea Trujillo, Alexander Guzmá. Governance of Family Firms. Family business review.

problemi di agenzia IV perché i membri della famiglia all'interno del consiglio consentono di migliorare la comunicazione tra gli azionisti familiari.

Il terzo meccanismo è la *Compensation*: contratti ben strutturati possono ridurre le divergenze di interessi tra azionisti e manager. In particolare è necessario legare il compenso del manager agli effettivi interessi della proprietà, ossia alla valorizzazione dell'impresa

La *compensation*, infatti, si compone di una parte fissa (salario) e di una parte variabile legata alla *performance* dell'impresa, ovvero alla creazione del valore.

Di regola la parte variabile si compone di:

- *Cash part*, un premio “cash” al raggiungimento di un determinato obiettivo. Tale bonus può essere legato a qualsiasi parametro, fatturato, EBITDA, ROE, EPS...
- *Equity part*, che si traduce principalmente nelle *Stock option*,

Il quarto meccanismo è il *debito*. Infatti più alti livelli di debito possono indurre maggiore sforzo manageriale al fine di cercare di evitare il fallimento; inoltre a causa degli impegni derivanti dai contratti di debito, che riducono il *Free cash flow* disponibile per il manager, il debito consente di “disciplinare” i manager.

Il debito può anche migliorare i problemi di agenzia IV aiutando le famiglie a mantenere il controllo dell'impresa. Infatti, il ricorso a mezzi esterni riduce la necessità di aumentare l'*equity* che avrebbe come conseguenza quella di diluire il potere degli azionisti familiari.

Tuttavia bisogna sottolineare che un eccessivo indebitamento potrebbe condurre al cosiddetto “*sotto-investimento*”, cioè l'incapacità dell'impresa a finanziare un investimento che potenzialmente avrebbe un rendimento positivo. Questo perché all'aumentare dell'indebitamento diminuiscono le possibilità di accesso ad un nuovo debito da parte dell'impresa.

Inoltre un eccessivo indebitamento porterebbe alla cosiddetta “morsa del debitore”, l’impresa sarà costretta a destinare la maggior parte dei flussi di cassa al pagamento degli interessi sul debito.

Il quinto meccanismo è *la politica dei dividendi* che, attraverso una maggiore distribuzione dei dividendi, consente di ridurre il *free cash flow* sotto il controllo dei manager. Anche qui bisogna evidenziare che la definizione del dividendo è rilevante per le strategie di impresa: non distribuire dividendo può generare conflitto tra proprietà/*management*, distribuire un dividendo eccessivamente generoso può generare una distruzione del *cash flow* dell’impresa che potrebbe essere utile nella pianificazione degli investimenti.

In aggiunta ai meccanismi di governo sopra discussi, che sono disponibili sia per le imprese familiari che per le non-familiari, le imprese familiari possono utilizzare meccanismi di *Governance* che consentono di disciplinare il rapporto tra l’azienda e la famiglia stessa.

In particolare stiamo facendo riferimento all’assemblea e al consiglio di famiglia, simili rispettivamente all’assemblea degli azionisti e al Consiglio di amministrazione.

Nell’assemblea di famiglia vengono affrontate tutte le attività familiari relative ad un determinato periodo di tempo e viene promosso un dialogo costruttivo riguardo ai valori condivisi dalla famiglia, la *vision* e la *mission*.

Nel consiglio di famiglia vengono redatte regole e politiche che dovranno essere discusse e approvate dall’assemblea di famiglia, la quale spesso delega al Consiglio il potere di prendere decisioni per suo conto.

Il consiglio di famiglia coordina i suoi “lavori” con il CDA al fine di allineare gli obiettivi della famiglia con quelli degli azionisti (ad esempio sottopone all’approvazione del CDA le decisioni e le politiche che riguardano la società, come la *Compensation* dei membri familiari). Inoltre può essere un luogo nel quale è possibile risolvere i conflitti familiari interni che possono influenzare in maniera negativa la competitività dell’impresa.

Pertanto il Consiglio di famiglia è il principale meccanismo che consente di alleviare i problemi di agenzia IV, ma può mitigare anche i problemi di agenzia II facendo in modo che solo i membri della famiglia che soddisfano

determinati requisiti possono lavorare come manager nell' impresa. Inoltre può attenuare anche i problemi di agenzia III stabilendo regole in base alle quali i familiari possono agire da creditori e quindi limitare i finanziatori esterni (*debtholder*).

## **Capitolo 2 La gestione orientata al valore nell'impresa familiare**

### **2.1 Introduzione**

Nell'attuale contesto economico, le imprese si trovano ad operare in un ambiente in continuo mutamento caratterizzato da incertezza e da una ipercompetizione a livello globale.

A causa di questa accresciuta complessità, la gestione orientata al solo perseguimento di obiettivi economici in termini di profitto non appare sufficiente. L'orientamento al profitto, infatti, non consente di esplicitare in maniera corretta la ricchezza effettivamente creata dall'impresa in un determinato lasso temporale. Ciò deriva da una serie di limiti: in primo luogo i valori contabili sono inadeguati ad esplicitare il valore delle risorse intangibili (fondamentali soprattutto in un contesto familiare), in secondo luogo non tengono conto delle condizioni di rischio attraverso cui i risultati vengono raggiunti, infatti a parità di valori contabili, un aumento delle condizioni di rischio comporta inevitabilmente una diminuzione del valore di mercato dell'impresa.

Pertanto, affinché un'impresa possa sopravvivere nel tempo, risulta necessario che la gestione sia orientata, nel medio-lungo periodo, non solo al profitto ma anche alla "creazione di valore", che è divenuto l'obiettivo ultimo della gestione dell'impresa.

Il concetto di "valore" si focalizza sulla ricchezza potenziale che l'impresa è in grado di generare in futuro, colmando così uno dei limiti che caratterizzano in negativo l'orientamento al profitto.

In particolare, la gestione orientata al valore si focalizza sul valore di mercato del capitale, considerato un Asset fondamentale da preservare e accrescere nel tempo.<sup>23</sup>

Oggi rispetto al passato, in cui veniva misurato solo nel caso di operazioni straordinarie (ad esempio fusione, cessione, scissione), il valore di mercato del capitale è divenuto una principale misura di performance aziendale. Esso è

---

<sup>23</sup> Fabrizio di Lazzaro. La Performance del Valore per l'analisi aziendale.

continuamente tenuto sotto controllo dagli analisti finanziari al fine di verificare se i risultati, derivanti dalle decisioni aziendali, siano o meno apprezzati dal mercato e che quindi siano idonei alla creazione di valore per gli azionisti.

Quindi l'analisi quantitativa, condotta attraverso indicatori economico-finanziari che analizza i risultati relativi ad "azioni passate", deve essere necessariamente integrata da un'analisi qualitativa condotta attraverso indicatori di natura non finanziaria il cui driver fondamentale è rappresentato dagli intangible-assets, determinanti su cui si fonda la creazione del valore, soprattutto se si considera l'impresa familiare.

Da tali premesse, per prima cosa l'attenzione è stata concentrata su alcune variabili di natura non finanziaria, ossia sugli "intangible-assets" denominati capacità dinamiche, al fine di individuare le determinanti su cui si fonda la creazione del valore nel contesto familiare. Successivamente, ai fini della gestione del rischio, è stata analizzata la Balanced Scorecard rivisitata in quanto applicata alle imprese familiari. Infine il focus si è spostato su alcune misure di natura finanziaria che permettono di quantificare in maniera più o meno ragionevole il valore creato dall'impresa.

## **2.2 L'importanza degli intangible-assets nel contesto familiare**

Nel corso degli anni si è assistito ad un cambiamento delle modalità utilizzate dalle imprese per raggiungere una posizione di vantaggio competitivo.

Infatti la competizione industriale del XIX e parte del XX secolo si basava sul vantaggio competitivo che le imprese ottenevano dal loro investimento e dalla gestione delle attività materiali (rimanenze, immobili, impianti e macchinari). In un contesto così caratterizzato, le misure economico-finanziarie erano idonee e sufficienti per la valutazione dei risultati conseguiti.

Tuttavia all'inizio del XXI secolo le strategie orientate alla creazione del valore hanno spostato il loro focus dalla gestione delle attività materiali alla gestione degli "intangible-assets". Ciò in quanto, questi ultimi hanno assunto un ruolo fondamentale ai fini del vantaggio competitivo. Basti pensare che nel 1982 i

valori contabili tangibili delle imprese industriali rappresentavano circa il 62%; nei dieci anni successivi la percentuale è crollata al 38%<sup>24</sup>.

L'influenza degli intangible-assets è maggiore nel contesto familiare se si considera che esso si caratterizza da componenti implicite legate fortemente alla proprietà.

Nello scenario appena delineato, le misure di natura finanziaria non sono sufficienti ai fini della valutazione della capacità dell'impresa alla creazione del valore. In primo luogo, il bilancio a supporto di tali misure, risulta parziale per esplicitare il valore dell'impresa familiare considerando le sue peculiarità inespresse legate alla proprietà.

In secondo luogo le grandezze economiche, fondamentali per le valutazioni dei risultati conseguiti, devono essere ponderate in relazione ad alcuni aspetti che gli indicatori economico-finanziari non riescono a cogliere. Tra questi il più importante, ai fini del processo di creazione del valore, è la "componente rischio". Infatti a parità di valori contabili, un aumento delle condizioni di rischio dell'impresa comporta una diminuzione del valore di mercato di quest'ultima.

Diverse sono le tipologie di rischio che l'impresa deve fronteggiare. Tra queste le più importanti sono quelle riconosciute in ambito internazionale dal COSO Framework<sup>25</sup>, ossia rischio operativo, finanziario, e strategico.

*Il Rischio operativo*, è il rischio di perdite derivanti dall'inadeguatezza delle procedure, delle risorse umane e dei sistemi interni oppure scaturite da eventi esogeni;

*Il Rischio finanziario* è legato al prezzo di strumenti negoziati sui mercati finanziari. Esempi tipici sono:

- Rischio di cambio legato a transazioni commerciali;
- Rischio di tasso d'interesse: rischio che la società deve accettare quando decide di indebitarsi (un modo per limitare il rischio è l'utilizzo di derivati che consentono di avere un tasso fisso);

---

<sup>24</sup> Robert S. Kaplan and David P. Norton. Transforming the Balanced Scorecard from Performance Measurement to Strategic Management: Part I. Family Firm Review.

<sup>25</sup> È un *modello di riferimento* in rapporto al quale le imprese e le altre organizzazioni possano valutare il grado di affidabilità del controllo interno e gestire i rischi aziendali.

- Rischio legato ad un eccessivo indebitamento.

*Il rischio strategico* è legato a cambiamenti del contesto operativo, a decisioni aziendali non adeguate o scarsamente reattive al contesto competitivo oppure dall'esposizione a variabili di mercato poste fuori del controllo del management.

### **2.3 Variabili non finanziarie: le capacità dinamiche**

Individuare le determinanti su cui si fonda la capacità di un'impresa a creare valore è fondamentale, anche per quella familiare dove la sopravvivenza attraverso le generazioni risulta una preoccupazione di primaria importanza.

Le variabili di tipo non finanziario che consentano ad un'impresa familiare di creare valore trans-generazionale, ossia nel corso delle generazioni future, possono essere ricondotte alle cosiddette "capacità dinamiche".<sup>26</sup>

Le capacità dinamiche sono il frutto dell'interrelazione tra conoscenza, capacità di adattamento strategico e innovazione di prodotto.

In particolare con il termine "capacità dinamica" facciamo riferimento alla capacità dell'organizzazione di combinare risorse interne ed esterne al fine di soddisfare meglio l'ambiente in continua evoluzione.

A tal fine un ruolo di primaria importanza è svolto dalla "conoscenza": il possesso di risorse rare, inimitabili e non sostituibili non è sufficiente ai fini di un vantaggio competitivo sostenibile, bensì risulta necessario che l'impresa abbia quella conoscenza necessaria che le consenta di innovare creando nuovi prodotti, processi e servizi o migliorando quelli esistenti.

La conoscenza può essere definita come la conoscenza esplicita e tacita che i membri familiari hanno acquistato attraverso l'istruzione e l'esperienza all'interno e all'esterno dell'organizzazione.

Nell'ambito di un'organizzazione familiare, può essere più sviluppata grazie alle interazioni sistemiche della famiglia, i suoi membri e il business. Inoltre l'impresa familiare si caratterizza per un elevato coinvolgimento emotivo dei familiari e per intense interazioni sociali alimentate dalla fiducia tra i membri e con i soggetti esterni.

---

<sup>26</sup> Francesco Chirico. The value creation process in family firms. A dynamic capabilities approach. Family Firm Review.

Il coinvolgimento emotivo, la storia comune permanente e l'uso di un linguaggio privato consentono di migliorare la comunicazione tra i componenti della famiglia. Questo permette loro di scambiare conoscenze in modo più efficiente e con una maggiore privacy rispetto alle imprese non familiari.

Tuttavia bisogna sottolineare che in un contesto familiare le strategie di innovazione potrebbero essere ostacolate dalla cultura organizzativa, che si sviluppa all'interno dell'impresa, e dall'inerzia familiare.

La cultura organizzativa è frutto della combinazione di modelli comportamentali che scaturiscono da alcuni fattori, quali i valori cui i membri familiari sono ancorati, la storia passata dell'azienda e i rapporti sociali che vengono a crearsi all'interno dell'impresa. Essa potrebbe avere quale conseguenza quella di rendere un'impresa poco flessibile, resistente al cambiamento ed a nuove strategie imprenditoriali proattive.

L'inerzia familiare si traduce in due aspetti culturali specifici delle imprese familiari, il paternalismo e l'orientamento imprenditoriale.

Il paternalismo<sup>27</sup> è l'eccessiva cura per gli altri al punto di interferire con la loro autonomia e le loro decisioni. Più precisamente vi è la tendenza, da parte del proprietario-fondatore, a proteggere i membri familiari, negando loro responsabilità, libertà di esprimere le proprie idee e di fare scelte autonome. Infatti, l'ideologia del paternalismo è improntata al preservamento delle tradizioni familiari.

Se da un lato il paternalismo alimenta l'inerzia familiare ostacolando comportamenti orientati all'innovazione, dall'altro lato questa può essere attenuata dall'orientamento imprenditoriale improntato al cambiamento aziendale attraverso l'innovazione.

In sintesi il paternalismo, al contrario dell'orientamento imprenditoriale, può facilmente portare all'inerzia impedendo così lo sviluppo di capacità dinamiche e di nuove strategie imprenditoriali proattive. Quindi il paternalismo e l'orientamento imprenditoriale influenzano l'inerzia rispettivamente in maniere positiva e negativa.

---

<sup>27</sup> Francesco Chirico. The value creation process in family firms. A dynamic capabilities approach. Family Firm Review.

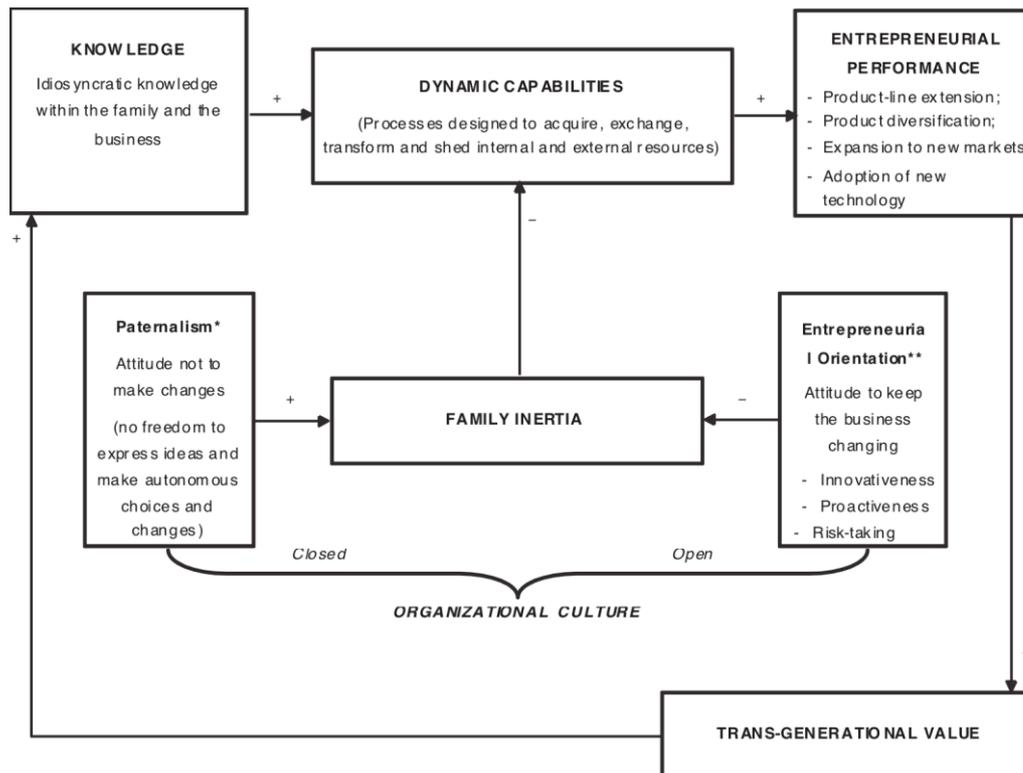


Figura 5: Determinanti della performance familiare<sup>28</sup>

## 2.4 La Balanced Scorecard applicata al family business

La Balanced Scorecard è stata elaborata nel 1992 da Kaplan e Norton quale conseguenza della natura mutevole del contesto competitivo nel quale gli intangible-assets hanno acquisito un ruolo centrale<sup>29</sup>.

In tale scenario un sistema di gestione basato esclusivamente su misure di natura finanziaria non risulta sufficiente. Ciò in quanto, essendo quest'ultime dei "lag indicator"<sup>30</sup> che riportano risultati relativi ad azioni passate, non sono in grado di esplicitare le reali potenzialità, in termini di generazione di ricchezza, di un'impresa. Inoltre affidarsi a misure finanziarie ha incoraggiato azioni

<sup>28</sup> Francesco Chirico. The value creation process in family firms. A dynamic capabilities approach, pag 143. Family Firm Review.

<sup>29</sup> Si rimanda al paragrafo 2.

<sup>30</sup> Justin Craig, Ken Moores, Balanced Scorecards to Drive the Strategic Planning of Family Firms. Family Firm Review.

orientate alla performance di breve periodo, sacrificando la creazione del valore nel lungo termine.

Inizialmente la BSC veniva utilizzata per la valutazione della performance; successivamente divenne uno strumento a supporto delle strategie aziendali.

La BSC individua quattro prospettive<sup>31</sup> che consentono di analizzare la capacità dell'impresa di creare valore, le quali scaturiscono dalla *mission* e dalla *vision* dell'impresa.

*La prospettiva finanziaria* si focalizza sull'obiettivo tipico di un'impresa, ossia aumentare il valore per gli azionisti. Tale obiettivo può essere raggiunto attraverso la crescita dei ricavi derivanti da nuovi mercati, nuovi prodotti e nuovi clienti; oppure attraverso la crescita della produttività resa possibile da un miglioramento della struttura dei costi.

*La prospettiva del consumatore* si concentra sulle strategie di business elaborate dall'impresa che le consentono di differenziarsi dalla concorrenza al fine di attirare, mantenere e approfondire le relazioni con i clienti.

In particolare ogni strategia di business riflette una "proposta di valore per il cliente", la quale consente di selezionare la tipologia di clienti a cui viene destinata. Essa si traduce in una combinazione di prodotto, prezzo, servizio e immagine che la società offre.

Le aziende differenziano la loro proposta di valore sulla base del perseguimento di tre strategie: eccellenza operativa, intimità dei clienti e leadership di prodotto.

Ovviamente una strategia sostenibile presuppone che l'impresa non possa eccellere in tutti e 3 i campi. Ciò che risulta importante è il raggiungimento di adeguati standard nei campi in cui non eccelle.

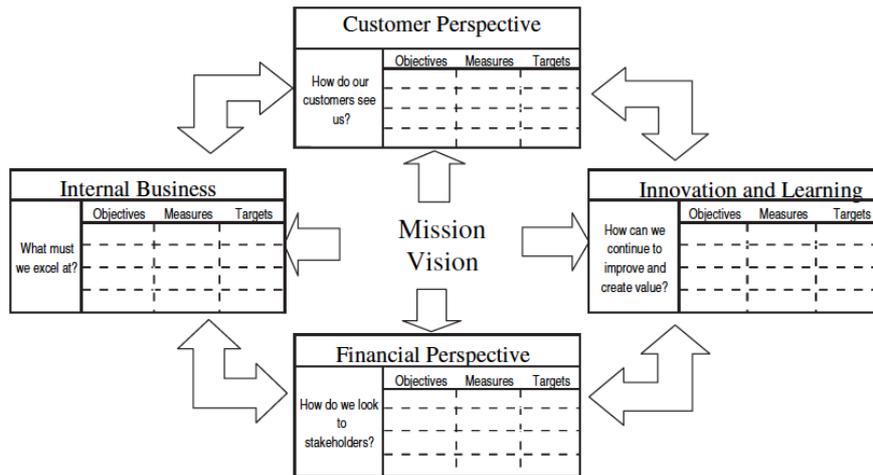
*La prospettiva del processo interno* riguarda tutte le attività che consentono il raggiungimento della "proposta di valore" e del perseguimento dell'obiettivo finanziario in termini di miglioramento della produttività.

La prospettiva di innovazione e apprendimento rappresenta il pilastro per il perseguimento di qualsiasi strategia. Infatti competenze, capacità di apprendimento e tecnologia consentono di allineare le risorse umane con i

---

<sup>31</sup> Robert S. Kaplan and David P. Norton. Transforming the Balanced Scorecard from Performance Measurement to Strategic Management: Part I. Family Firm Review.

requisiti richiesti dai processi aziendali interni, dalle proposte di valore differenziate, dalle relazioni con i clienti.



**Figura 6: Prospettive della BSC<sup>32</sup>**

Le prospettive appena individuate possono essere valutate attraverso una serie di indicatori<sup>33</sup> che consentono di rilevare la performance dell'aspetto preso in considerazione. Essi si caratterizzano per una stretta correlazione al punto di formare un vero e proprio sistema. Ad esempio un'eventuale variazione degli indicatori finanziari può essere imputata ad un miglior grado di soddisfazione del cliente; così come una variazione in positivo degli indicatori relativi alla prospettiva dei clienti può derivare da un miglioramento della qualità dei processi.

Un aspetto positivo della BSC può essere individuato nella sua flessibilità e capacità di adattamento a specifici contesti. Pertanto, con i dovuti aggiustamenti, può essere applicata anche all'impresa familiare.

Considerando che la *mission* e la *vision* rappresentano il fulcro centrale della BSC, al fine di riadattarla al contesto familiare, è necessario individuare l'essenza della famiglia. Ciò può essere effettuato con l'ausilio dei costrutti della

<sup>32</sup> Linda M. Lovata and Michael L. Costigan. Empirical analysis of adopters of economic value added.

<sup>33</sup> Gerardino Metallo. Finanza Sistemica per l'impresa.

scala F-PEC (Astrachan, Klein, e Smyrnios, 2002) analizzati nel capitolo precedente.

Ricordiamo che la scala F-PEC è una metodologia che consente di valutare il grado di influenza della famiglia sulle decisioni strategiche, il quale può essere identificato come un “intangibile-asset” che spesso rende l’azienda di famiglia diversa dalle non-familiari. Tale diversità così come può essere un valore aggiunto in termini di vantaggio competitivo, può anche inibire la crescita.

Come è stato detto nel primo capitolo, il F-PEC elaborato da Astrahan si compone di tre dimensioni: Potere, Esperienza, Cultura.

La dimensione “potere” aiuta a risolvere un tipico problema caratterizzante l’impresa familiare, il quale diventa particolarmente rilevante durante il trasferimento generazionale, ossia che vi è confusione circa la proprietà, la *Governance* e la gestione.

L’esperienza dell’azienda di famiglia valuta non solo il coinvolgimento dei familiari nel business, ma anche il loro contributo, inoltre potrebbe essere potenzialmente evidenziata l’importanza di trasmettere le tradizioni di famiglia.

La cultura riguarda come le attività si sovrappongono ai valori familiari

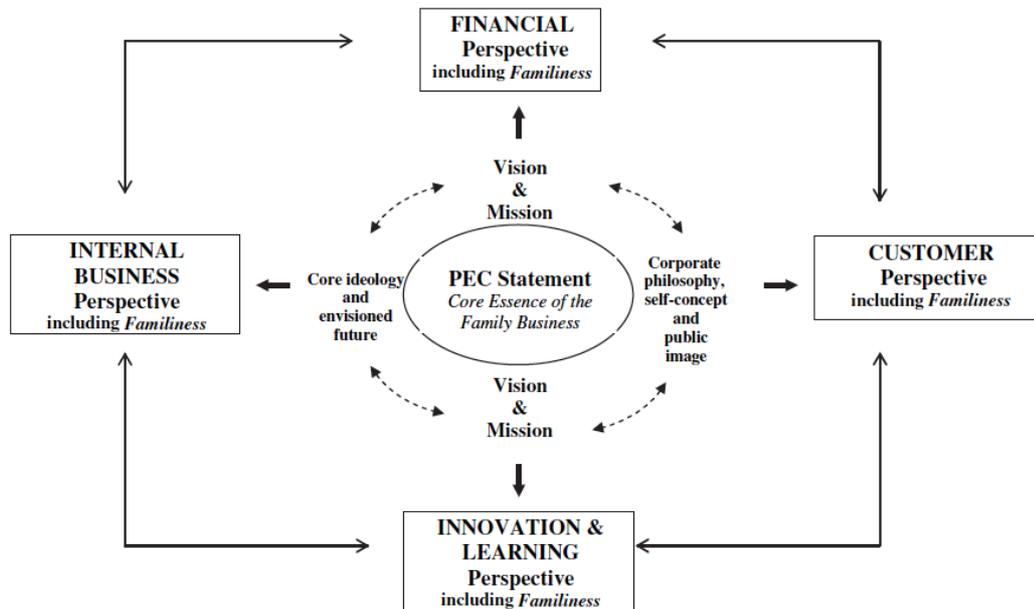


Figura 7: La BSC applicata al family business<sup>34</sup>

## 2.5 Misure finanziarie

Come già detto, le misure contabili, a causa dei loro evidenti limiti, non consentono la determinazione del valore effettivamente creato da un'impresa. Esse infatti:

- 1) Sono metodologie orientate al breve periodo che analizzano risultati relativi ad "azioni passate";
- 2) Sono soggette ad un elevato grado di manipolazione da parte dei manager.
- 3) Non riescono a cogliere le relazioni immateriali: ad esempio valore del servizio al cliente e reputazione su un bilancio (Bentson, 1982; Watts e Zimmerman, 1990).

Per ovviare a tali limiti ho analizzato alcune metodologie che consentono una valutazione della performance aziendale in un'ottica di valore.

<sup>34</sup> Linda M. Lovata and Michael L. Costigan. Empirical analysis of adopters of economic value added.

L'*Economic Value Added* è uno strumento di gestione volto alla "ragionevole" determinazione del valore economico creato da un'azienda in un determinato arco temporale. Essa viene definita da B. Stewart<sup>35</sup> come la differenza prodotta fra reddito effettivo e reddito equo. Il primo fa riferimento alla remunerazione dei portatori capitale proprio e di credito; il secondo è quello ritenuto tale dai portatori di capitale in relazione al rischio sopportato e all'andamento di investimenti simili.

$$EVA = (R - i) \times CI$$

Dove:

R: Tasso effettivo

i: Tasso equo

CI: Capitale investito

Dalla formula si evince che se:

- $R > i$  si avrà un Eva maggiore di 0
- $R < i$  si avrà un EVA minore di 0.

Sommando tutti i flussi di EVA attualizzati si ottiene il *valore di mercato aggiunto (Market Value added)*, ossia il premio che il mercato riconosce ad un titolo rispetto al suo valore contabile.

Durata limitata dei flussi:

$$MVA = \sum_i^n EVA^i \times v^i$$

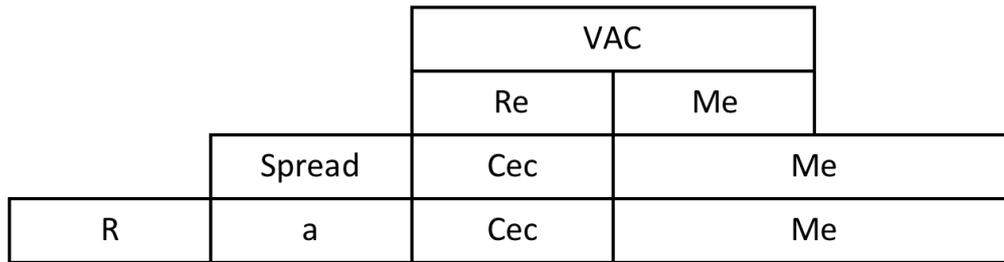
Durata illimitata dei flussi:

$$MVA = \frac{EVA}{i}$$

---

<sup>35</sup> Fabrizio Di Lazzaro. La performance del valore per l'analisi aziendale.

Al fine di comprendere meglio le cause di un eventuale incremento o decremento del Vac è utile disegnare un “diagramma del valore”<sup>36</sup>, ossia uno schema in cui vengono sintetizzate le variabili che lo influenzano.



**Figura 8: I driver del valore**<sup>37</sup>

*Il primo livello di scomposizione del Vac, evidenzia il prodotto tra il reddito economico (RE) e il moltiplicatore economico (Me).*

Dove:

$$Re = (R-i) \times Ci$$

$$Me = 1/i$$

Il moltiplicatore consente di calcolare il Vac come multiplo del reddito economico.

*Il secondo livello di scomposizione riguarda il Reddito economico (Re) il quale è il risultato del prodotto tra lo spread (differenziale tra tasso effettivo e tasso equo) e il capitale investito opportunamente rettificato.*

*Il terzo livello di scomposizione riguarda lo spread, il quale è uguale al prodotto tra il rendimento effettivo ed il corrispondente tasso di ritorno finanziario del capitale (a). Quest’ultimo può essere considerato anche un indicatore del grado di efficienza finanziaria dell’impresa in quanto misura l’incidenza del costo del capitale sul rendimento dello stesso. In altri termini esprime la capacità dell’impresa di contenere l’incidenza del costo del capitale rispetto al suo rendimento.*

<sup>36</sup> Fabrizio Di Lazzaro. La performance del valore per l’analisi aziendale.

<sup>37</sup> Fabrizio Di Lazzaro. La performance del valore per l’analisi aziendale.

$$Spread = R \times a \rightarrow a = \frac{Spread}{R}$$

L'analisi dello spread può essere condotta anche prendendo in considerazione il *tasso di Mark-up finanziario del capitale*, indicatore del *grado di efficacia finanziaria del capitale*. Esso, infatti, misura la capacità dell'impresa di aggiungere al costo del capitale un opportuno ricarico per ottenere un rendimento del capitale maggiore del suo costo.

$$Spread = i \times b \rightarrow b = \frac{Spread}{i}$$

L'ultimo livello di scomposizione riguarda la redditività effettiva (R). Considerando che il fulcro centrale di questa tesi riguarda la redditività del patrimonio netto, ho preso in considerazione il relativo indicatore di redditività. Il ROE infatti, come vedremo nel capitolo successivo, verrà scomposto nelle seguenti componenti:

- Redditività operative (ROI);
- Grado di leva commercial (GLC)
- Grado di leva extra-operativa (GLEO);
- Grado di leva straordinaria (GLS);
- Grado di leva finanziario;
- Coefficiente di defiscalizzazione (1-k).

## **2.6 Il processo di successione: opportunità o minaccia per la creazione del valore.**

Quando si prende in considerazione l'impresa familiare, un aspetto critico che necessita di essere affrontato riguarda il processo di successione durante il quale l'attività viene trasferita da una generazione all'altra. Infatti, se non affrontato con le dovute cautele può influire negativamente sull'obiettivo ultimo dell'impresa, ossia la continuità nel lungo periodo.

Al fine di garantire una ragionevole certezza del conseguimento di tale obiettivo, la pianificazione della successione assume un ruolo chiave e strategico. Essa si pone tre obiettivi:

- 1) Efficienza ed equità nella distribuzione dei beni alla nuova generazione;
- 2) Passaggio del controllo del business al fine di garantire un'efficace leadership aziendale;
- 3) Diminuire il più possibile i conflitti familiari.

È importante evidenziare che la pianificazione successoria deve essere sviluppata ad hoc per ogni singola impresa sulla base delle caratteristiche che la contraddistinguono.

Di ogni singola impresa è possibile individuare alcuni elementi cardini che, se presi in considerazione, possono essere fondamentali affinché un processo di successione si concluda in maniera positiva, rappresentando un'opportunità e non una minaccia per l'impresa stessa.

Il primo aspetto che non dovrebbe essere sottovalutato risiede nella consapevolezza della famiglia di voler proseguire l'attività. Tuttavia tale consapevolezza è una condizione necessaria ma non sufficiente, appurato che la famiglia sia pronta a sopportare le forti pressioni che la pianificazione genererà. Ad esempio i familiari devono essere consapevoli che al termine del processo di pianificazione non tutti potranno essere soddisfatti del risultato.

Il secondo aspetto riguarda il ruolo che i proprietari-manager decideranno di occupare nel processo di successione. In particolare essi dovrebbero gestire attivamente lo sviluppo del piano di continuità e la transizione della leadership alla generazione successiva. Ciò in quanto senza il loro supporto aumenteranno le probabilità che il piano possa fallire.

Il terzo aspetto riguarda il coinvolgimento di tutti gli stakeholder in quanto le imprese familiari tendono ad essere reticenti non rendendosi conto della loro dipendenza dall'ambiente esterno. Infatti, spesso, i piani di successione sono noti solo ai membri interni all'impresa. Quindi, anche se gli stakeholder non hanno bisogno di conoscere tutti i dettagli del piano, è necessario informare loro sugli aspetti principali del piano di continuità della società al fine di ridurre al minimo la loro incertezza sul futuro del business.

Infine è fondamentale sviluppare una visione su quest'ultimo aspetto che tutti i membri condividano ed individuare i ruoli che ciascuno di essi avrà nel realizzare tale visione.

Con riferimento alla tematica del trasferimento intergenerazionale dell'impresa, l'osservatorio AUB (2010) ha condotto un'indagine su un campione di imprese mettendo a confronto le prime tre generazioni. È stato evidenziato che oltre la metà delle aziende analizzate risultano essere alla seconda generazione, mentre soltanto il 18% sono arrivate alla terza generazione.

Tali analisi unite a quelle relative alla relazione tra performance e generazioni al comando, schematizzate nella tabella seguente, sembrano confermare una vecchio detto secondo cui "La prima generazione crea, la seconda mantiene, la terza distrugge".

Generazione	$\Delta$ ROI	$\Delta$ ROE	$\Delta$ Crescita
I Generazione	+0,6***	+2,1***	+1,5***
II Generazione	=0,0	-0,4	= 0,0
III Generazione e successive	-0,8***	-2,5***	-2,1***

**Figura 9: Confronto di performance tra generazioni<sup>38</sup>**

<sup>38</sup> Associazione Italiana Delle aziende Familiari (AIDAF). Osservatorio AUB 2010.

## Capitolo 3 La Performance nell'impresa familiare

### 3.1 Le determinanti della Performance nell'impresa familiare

Diverse sono le variabili che possono influenzare la performance di un'impresa:

- Settore in cui l'impresa opera;
- Governance;
- Caratteristiche tipiche dell'impresa;
- Imprenditore fondatore;

Di seguito andiamo ad analizzare le singole variabili<sup>39</sup>tenendo conto che il nostro oggetto di indagine è l'impresa familiare e che quindi esse vengono a loro volta influenzate dal cosiddetto "effetto famiglia".

*La Governance* fa riferimento alla struttura di governo caratterizzante un'impresa.

Sulla base della teoria d'agenzia, il cui presupposto è individuabile nel fatto che azionisti e manager perseguono interessi personali, si ritiene che la Governance sia più efficiente nelle imprese familiari. Ciò in quanto i costi necessari per allineare gli interessi divergenti tra principal (azionisti) ed agent (manager) risultano essere minori nell'impresa familiare piuttosto che in un'impresa caratterizzata da un azionariato diffuso. Infatti, di regola, proprietà e gestione coincidono essendo nelle mani del fondatore. Inoltre anche quando, nelle imprese di più grandi dimensioni, la gestione viene affidata a soggetti esterni vi è una minor probabilità che essi pongano in essere comportamenti opportunistici giacché la proprietà ha interesse a monitorare attivamente essendo il loro reddito legato all'andamento della propria impresa (ciò non avviene ad esempio nelle public companies. Infatti gli azionisti di minoranza non sono incentivati a monitorare in quanto i relativi benefici che ne deriverebbero sarebbero minori rispetto ai costi, essendo i primi attribuiti in proporzione alla partecipazione del capitale).

---

<sup>39</sup> W. Gibb Dyer. Examining the "Family Effect" on Firm Performance. Family Firm Review.

Tuttavia le imprese familiari devono fare i conti con un'altra tipologia di costi che scaturiscono a causa dei conflitti interni che inevitabilmente si creano tra i membri familiari.

Diverse possono essere le cause dei conflitti, tra cui la divergenza sugli obiettivi aziendali e le opinioni diverse circa la definizione dei ruoli e responsabilità.

Per quanto riguarda le *caratteristiche* peculiari di un'impresa ci si chiede se le imprese familiari possiedono "asset" tali da assicurare un vantaggio competitivo sostenibile nel tempo.

In particolare è possibile individuare tre tipologie di "asset"<sup>40</sup> che possono influenzare la performance:

- 1) *Capitale umano*
- 2) *Capitale sociale*
- 3) *Capitale finanziario*

*Il capitale umano* nell'impresa familiare si caratterizza per la sua unicità. Ciò in quanto i soggetti che operano al suo interno, essendo legati da rapporti familiari, sono naturalmente motivati e impegnati per il business (ad esempio come essere disposti a lavorare più del dovuto senza ricevere una remunerazione). Inoltre essi sono coinvolti nel business sin dalla "tenera età" e quindi hanno una sua maggiore conoscenza.

Nonostante questo i membri familiari possono non essere in grado di appontare all'azienda specifiche competenze. Questo può essere uno dei limiti della crescita essendo la proprietà familiare restia ad affidare la gestione a soggetti esterni dotati di specifiche competenze.

*Il Capitale sociale* fa riferimento alle relazioni sociali che si instaurano nel corso del tempo.

A riguardo i membri familiari possono avere vantaggi unici nello sviluppare tale tipo di relazione. Infatti oltre ad avere la capacità di coltivare relazioni di lungo periodo attraverso le generazioni, vi è una maggiore probabilità che le parti

---

<sup>40</sup> W. Gibb Dyer. Examining the "Family Effect" on Firm Performance. Family Firm Review.

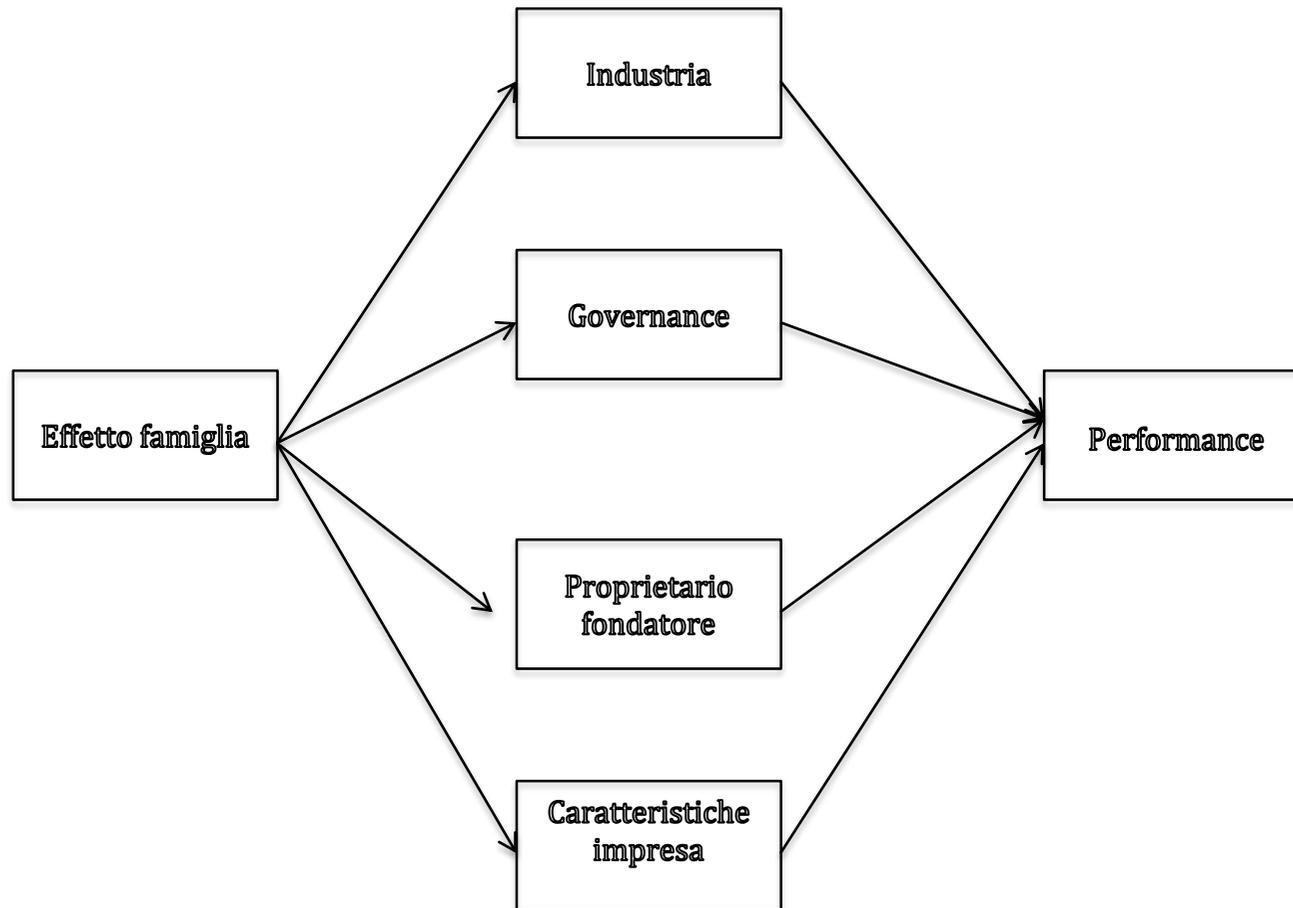
interessate riescano a sviluppare attaccamenti personali verso una famiglia piuttosto che verso un'impresa dove non è facilmente individuabile la proprietà. Tuttavia bisogna sottolineare che i forti legami familiari potrebbero ostacolare le relazioni con soggetti esterni. Infatti, di solito i familiari nutrono una certa diffidenza verso l'istituzione di questo tipo di relazioni.

*Il Capitale finanziario* fa riferimento alle risorse necessarie all'impresa per poter svolgere l'attività. Rispetto alle altre tipologie di imprese, quelle familiari possono contare anche sulle risorse personali dei proprietari fondatori. Tuttavia vi è anche una maggiore probabilità che la famiglia attinga alle risorse aziendali per far fronte ad esigenze personali.

Infine un ruolo rilevante ai fini della Performance aziendale è assunto dall'imprenditore/fondatore la cui visione, innovazione e capacità di cogliere opportunità può provocare la cosiddetta "distruzione creativa" sul mercato che consente all'impresa di acquisire extra-profitti.

Tale parola è riconducibile a Schumpeter secondo il quale l'imprenditore attraverso l'innovazione può creare un nuovo mercato, il monopolio, in cui è il solo e trarre profitto.

Di seguito è stato rappresentato come le variabili descritte influenzano la performance dell'impresa.



**Figura 10: Determinanti della performance<sup>41</sup>**

---

<sup>41</sup> Fonte: W. Gibb Dyer. Examining the “Family Effect” on Firm Performance. Pag. 25. Family Firm Review.

### 3.2 Proprietà familiare e performance.

La relazione tra performance e proprietà familiare è un tema ampiamente discusso in letteratura.

A riguardo sono rinvenibili numerosi studi<sup>42</sup> che hanno indagato sulla capacità della proprietà familiare ad influenzare la performance dell'impresa. Tuttavia le relative evidenze empiriche sono risultate contrastanti tra loro: secondo alcune le imprese familiari mostrano performance migliori rispetto alle non-familiari. Coloro che condividono tale conclusione ritengono che esse beneficino di alcune speciali peculiarità, strumentali al raggiungimento di migliori performance. Più precisamente si fa riferimento alla leadership, al grado di libertà nel prendere decisioni a lungo termine sugli investimenti, all'efficienza dei costi di agenzia e a quelle derivanti dall'ambiente a gestione familiare (maggiore fiducia, lealtà).

Secondo altri Studi, invece, non vi è alcuna superiorità in termini di performance delle imprese familiari. Ciò in quanto, nonostante le positività di cui possono godere, presentano caratteristiche che potenzialmente possono limitare le performance, quali ad esempio il perseguimento di scopi non lucrativi, l'enfasi su obiettivi di natura non patrimoniale, la scarsa reattività ad adattarsi all'ambiente in continua mutazione.

Sono individuabili diverse ragioni alla base di tali conclusioni<sup>43</sup> divergenti:

- Utilizzo di *differenti definizioni di "impresa familiare"* che ha portato alla naturale conseguenza che alcune ricerche empiriche hanno incluso nel campione oggetto di indagine imprese che altre, avvalendosi di altre definizioni, hanno escluso.
- *Eterogeneità del campo di indagine*: alcuni studi hanno messo a imprese familiari gestite dal fondatore con quelle non familiari, altri fatti sulla base di un campione comprendente imprese familiari la cui leadership era stata trasferita alle generazioni future.
- Utilizzo di *differenti misure di Performance*.

---

<sup>42</sup> Gomez-Mejia, Nunez-Nickel, and Gutierrez (2001), Villalonga and Amit (2004), Chrisman, Chua, and Litz (2004), Tanewski, Prajogo, and Sohal (2003), Anderson and Reeb (2003).

<sup>43</sup> Danny miller, Isabelle le Breton-Miller, Richard H. Lester, Albert A. Cannella Jr. Are family firms really superior performers? Family Firm Review.

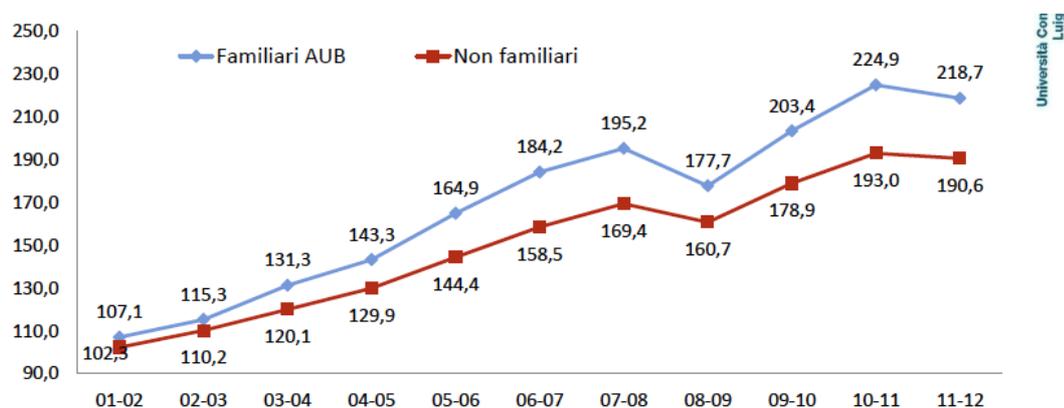
Tra i numerosi studi fatti a riguardo ritengo opportuno citare quello condotto dall'osservatorio AUB nel 2014 su tutte le aziende familiari italiane con ricavi superiori a 50 milioni.

Tale studio ha confrontato la performance in termini di crescita, redditività del patrimonio netto e redditività operativa delle suddette aziende con quelle non familiari.

Come si può notare dai grafici sotto riportati, l'osservatorio evidenzia che le imprese familiari mostrano, in generale, performance migliori rispetto alle imprese non familiari.

In Particolare:

Con riguardo *la performance in termini di crescita* dei ricavi possiamo come notare come essa risulta essere maggiore, per tutti i periodi, nelle aziende familiari.

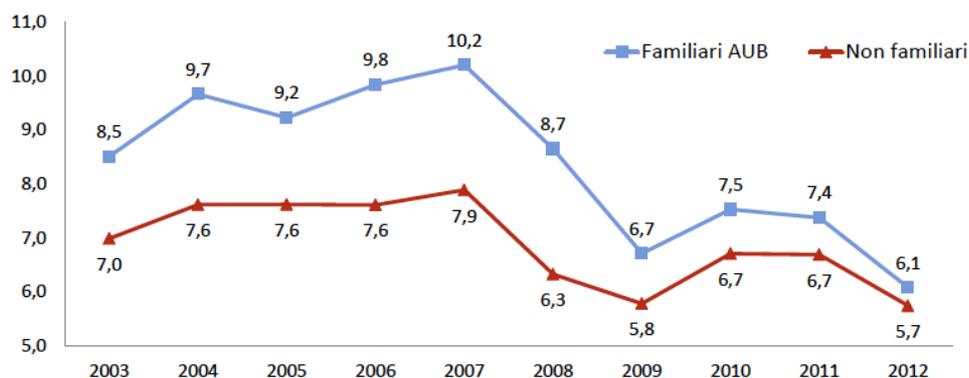


Non Familiari	01-02	02-03	03-04	04-05	05-06	06-07	07-08	08-09	09-10	10-11	11-12
Coalizioni	104,6	114,9	129,5	145,4	164,8	184,9	199,4	191,0	215,4	237,0	233,9
Statali	99,5	110,9	122,5	137,8	153,7	164,0	181,7	186,5	205,6	222,4	232,8
Cooperative e Consorzi	107,6	121,3	132,7	142,4	155,7	172,0	190,3	192,1	208,0	222,4	221,1
Controllate da PE	91,3	96,8	114,5	123,8	142,1	157,5	172,1	160,9	177,4	189,5	181,6
Multinazionali	100,5	106,0	114,0	121,5	134,7	147,2	153,5	139,7	156,3	167,9	163,0

Figura 11: Performance in termini di crescita<sup>44</sup>

<sup>44</sup> Associazione Italiana Delle Aziende Familiari (AIDAF). Osservatorio AUB 2014

Con riguardo la *Performance in Termini di redditività operativa*, anche in questo caso risulta maggiore, per tutto il periodo considerato, nelle aziende familiari.



Non Familiari	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Statali	7,8	7,6	6,9	6,7	6,9	7,2	7,8	7,9	8,8	7,7
Multinazionali	7,3	8,6	8,5	8,5	9,2	6,8	6,2	7,9	7,6	6,8
Coalizioni	7,7	7,8	8,1	8,5	8,4	7,0	5,4	6,7	6,8	5,4
Controllate da PE	22,2	4,7	4,8	5,6	7,3	5,3	4,4	4,2	4,3	3,1
Cooperative e Consorzi	2,3	4,6	5,3	5,0	4,8	3,7	3,8	3,1	3,1	2,3

Figura 12: Performance in termini di redditività operativa<sup>45</sup>

### 3.3 Relazione tra Performance e successione generazionale

Una delle questioni più controversie in materia di impresa familiare riguarda la successione della proprietà e della gestione dell'impresa.

Con riguardo la gestione dell'impresa, la successione del CEO assume un ruolo chiave ai fini della continuità aziendale e la relativa scelta è indubbiamente influenzata dalle preferenze soggettive della proprietà familiare, i cui membri non di rado entrano in conflitto riguardo la decisione di assumere o meno un CEO esterno indipendente.

L'impatto dei CEO familiari sulla performance potrebbe essere positiva in quanto essi potrebbero svolgere l'attività meglio di altri gestori. Ciò per diversi motivi<sup>46</sup>:

- Conoscenza specifica dell'impresa, oltre che del business in cui essa opera;
- Orientamento al M/L termine che i CEO esterni non hanno;

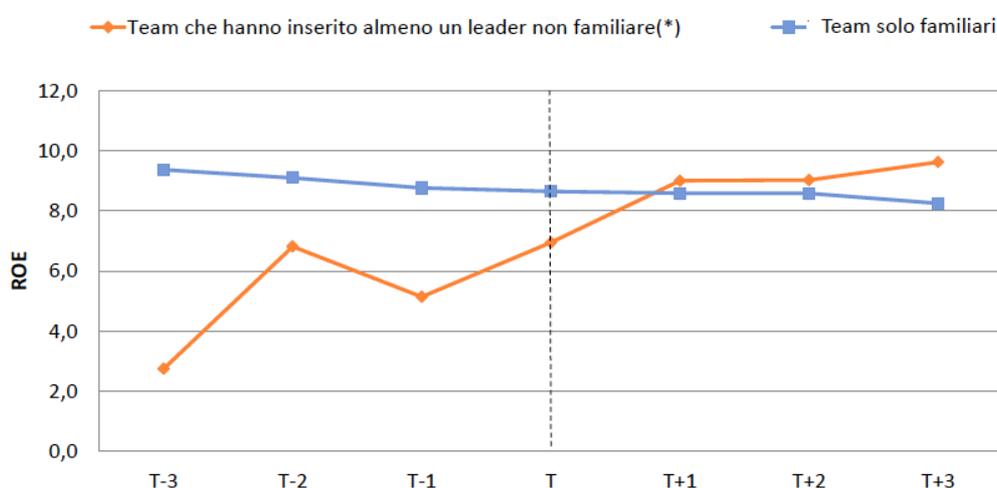
<sup>45</sup> Associazione Italiana Delle Aziende Familiari (AIDAF). Osservatorio AUB 2014.

<sup>46</sup> Marco Cucculelli, Giacinto Micucci. Family succession and firm performance: Evidence from Italian family firms. Family Business Review.

- I membri familiari sono interessati particolarmente al successo dell'azienda giacché è l'eredità del suo fondator e lo status sociale della famiglia è legato alla performance della società.

Tuttavia c'è da dire che l'ingresso di un CEO non familiare potrebbe aiutare a risolvere uno dei problemi legati alla successione, ossia gli eventuali conflitti tra le generazioni che impattano negativamente sulla performance aziendale.

A sostegno di questo vi è un evidenza empirica condotta dall'Osservatorio AUB. Infatti si può notare come l'indicatore della redditività del patrimonio netto tende ad aumentare non appena venga inserito un leader non familiare.



**Figura 13: Relazione tra ROE e inserimento nel CDA di un leader familiare<sup>47</sup>**

Con riferimento alla tematica del trasferimento dell'impresa alle generazioni successive, l'osservatorio AUB nel 2010 ha condotto un'indagine su un campione di imprese mettendo a confronto le prime tre generazioni. È stato evidenziato che oltre la metà delle aziende analizzate risultano essere alla seconda generazione, mentre soltanto il 18% sono arrivate alla terza generazione.

Tali analisi unite a quelle relative alla relazione tra performance e generazioni al comando, schematizzate nella tabella seguente, sembrano confermare una

<sup>47</sup> Associazione Italiana Delle Aziende Familiari (AIDAF). Osservatorio AUB 2014.

vecchio detto secondo cui “La prima generazione crea, la seconda mantiene, la terza distrugge”.

Generazione	$\Delta$ ROI	$\Delta$ ROE	$\Delta$ Crescita
I Generazione	+0,6***	+2,1***	+1,5***
II Generazione	=0,0	-0,4	= 0,0
III Generazione e successive	-0,8***	-2,5***	-2,1***

Figura 14: Confronto di performance tra generazioni<sup>48</sup>

Diverse potrebbero essere le spiegazioni<sup>49</sup> riconducibili a tale fenomeno. In primo luogo, sulla base di tale indagine, potremmo concludere che performance superiori siano direttamente imputabili agli sforzi del fondatore e che la diminuzione della performance post-successione sia una diretta conseguenza della selezione inefficiente dei successori da parte del fondatore, i quali potrebbero essere dotati di non adeguata competenza.

In secondo luogo bisogna sottolineare che la successione comporta inevitabilmente anche un cambiamento degli obiettivi. Infatti le imprese familiari di prima generazione si caratterizzano per essere “business oriented” rispetto a quelle delle generazioni successive la cui peculiarità è quella di essere orientati alla famiglia<sup>50</sup>; ovviamente le imprese con un forte orientamento commerciale hanno una maggiore capacità di crescere.

In terzo luogo il trasferimento della proprietà alla generazione successiva, potrebbe comportare una dispersione della proprietà tra diversi membri familiari e ciò potrebbe tradursi in un comportamento avverso al rischio che ostacolerà la crescita.

<sup>48</sup> Associazione Italiana Delle Aziende Familiari (AIDAF). Osservatorio AUB 2010.

<sup>49</sup> Michael h. Morris, Roy O. Williams, Jeffrey a. Allen. Correlates of success in family business transitions. Family Business Review.

<sup>50</sup> Vincent Molly, Eddy Laveren, Marc Deloof. Family Business Succession and Its Impact on Financial Structure and Performance. Family Business Review.

### **3.4 La Struttura del capitale nell'impresa familiare**

Nonostante gli studi riguardanti il family business sono aumentati in maniera rilevante negli ultimi anni, non risulta ancora chiara la politica finanziaria adottata dalle imprese familiari nonché l'adozione di modelli strumentali all'intraprendere decisioni sul finanziamento. Ciò presumibilmente è imputabile al fatto che la politica finanziaria è fortemente condizionata dalle preferenze soggettive del manager proprietario.

Per quanto riguarda la struttura del capitale<sup>51</sup>, le aziende familiari si caratterizzano per strategie molto conservative. Infatti, esse presentano le seguenti peculiarità

- Ricorso all'autofinanziamento, e quindi un forte utilizzo di risorse interne;
- Forte concentrazione del capitale nelle mani di una sola famiglia;
- Basso livello di indebitamento;
- La proprietà familiare è restia a condividere il controllo con partners esterni.

Nel 2014 l'osservatorio AUB ha condotto un'indagine mettendo a confronto le imprese familiari italiane con quelle non familiari.

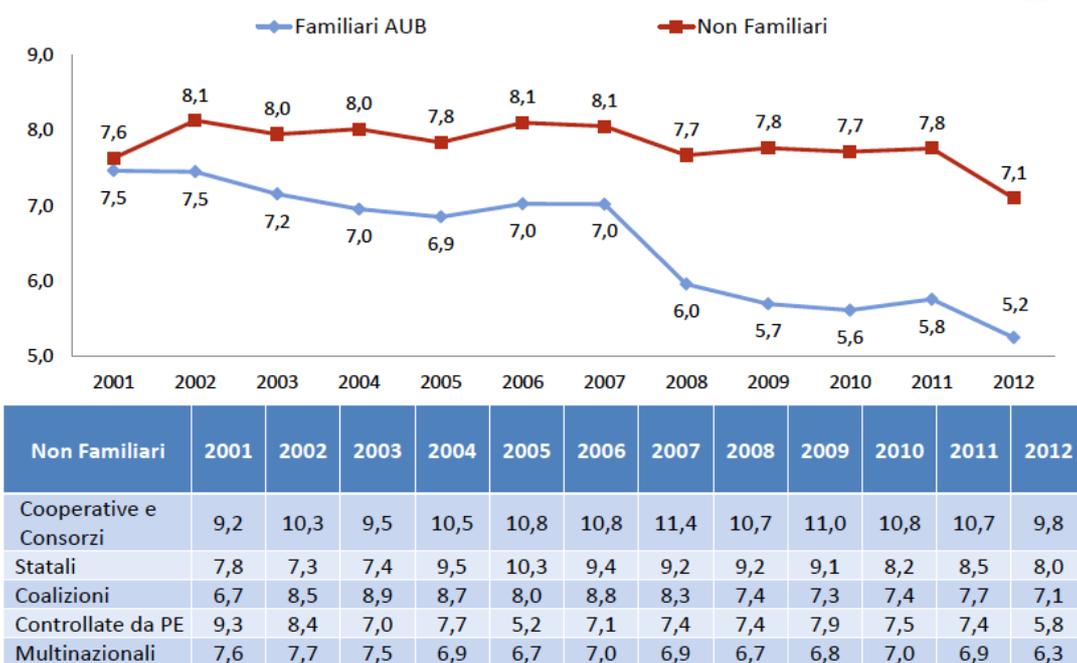
Con riguardo al livello di indebitamento, l'evidenza empirica ha confermato la logica finanziaria basata sul ricorso prevalentemente all'autofinanziamento.

Infatti, è risultato che il livello di indebitamento, inteso come rapporto tra totale attivo e patrimonio netto, è minore nelle aziende familiari.

---

<sup>51</sup> Vincent Molly, Eddy Laveren, Marc Deloof. Family business succession and its impact on financial structure and performance. Family Business Review.

## Rapporto di Indebitamento nelle aziende familiari e non (\*)



(\*) Rapporto di Indebitamento (R.I.) = Totale Attivo/Patrimonio Netto (Fonte: Aida).

19

Figura 15: Rapporto di indebitamento nelle aziende familiari e non<sup>52</sup>

### 3.5 La performance dal punto di vista dell'Equity: ROE e sue determinanti

Uno degli obiettivi ultimi di un'impresa è la creazione di valore per i propri azionisti. Ciò in quanto risulta necessario remunerarli adeguatamente al fine di attrarre capitale nell'impresa stessa.

Un indice che consente di misurare la convenienza degli operatori economici a investire mezzi monetari, a titolo di capitale di rischio, è il ROE<sup>53</sup>. Esso, infatti, misura il rendimento, in termini percentuali, dell'investimento effettuato dagli azionisti in una data società.

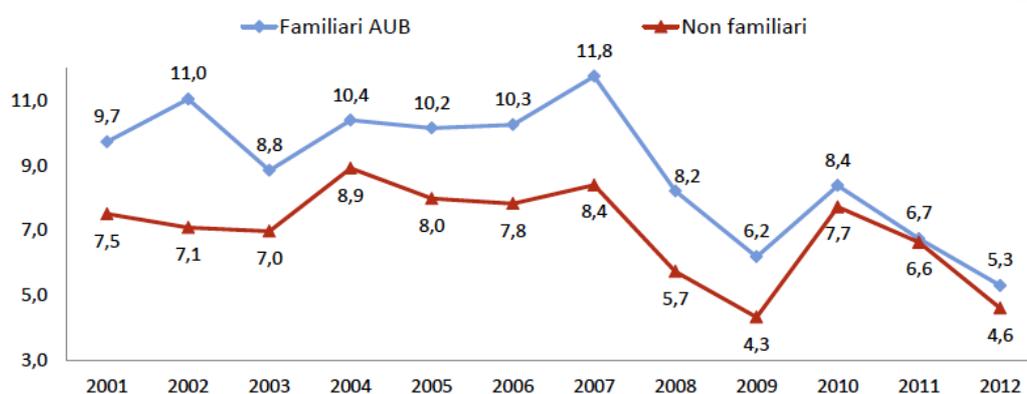
Ai fini dell'analisi che andrò ad effettuare nel capitolo successivo è utile distinguere il ROE netto dal ROE lordo. La differenza risiede nel fatto che il secondo non è depurato dagli oneri tributari.

<sup>52</sup> Associazione Italiana Delle Aziende Familiari (AIDAF). Osservatorio AUB 2014.

<sup>53</sup> Carlo Caramiello, Fabrizio di Lazzaro, Giovanni Fiore. Indici di bilancio. Strumenti per l'analisi della gestione aziendale.

$$ROEn = \frac{RN}{CN} \quad ROEl = \frac{RL}{CN}$$

L'Osservatorio AUB ha messo a confronto la redditività del Patrimonio netto di un campione di aziende familiari con quella di un campione di aziende non familiari. Il risultato che ne è derivato è stato quello che il ROE del primo campione è stato maggiore per tutto il periodo considerato



Non Familiari	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Statali	6,7	7,7	6,7	9,7	8,5	8,2	8,1	8,3	10,1	11,1	7,2	8,2
Coalizioni	4,7	6,0	6,2	10,5	8,8	9,5	10,7	6,3	5,2	7,4	6,2	6,1
Multinazionali	9,1	7,5	7,6	9,4	8,5	9,1	9,5	6,5	4,1	9,7	8,9	5,1
Cooperative e Consorzi	8,7	5,8	5,2	5,7	6,7	3,0	4,2	1,9	3,1	1,9	2,1	-0,4
Controllate da PE	-36,1	6,1	3,4	-0,2	-3,5	-3,9	-4,0	-5,4	-13,9	-4,6	-6,8	-5,9

**Figura 16: Performance in termini di redditività del patrimonio netto<sup>54</sup>**

Tuttavia bisogna sottolineare che tale analisi risulta parziale. Ciò in quanto il risultato della redditività non è di per se sufficiente a dare un giudizio adeguato circa la capacità di un'impresa di creare ricchezza per i suoi azionisti.

Infatti, il mero aumento del ROE, da un esercizio all'altro, non è di per se sufficiente ai fini del giudizio sulla qualità del miglioramento stesso.

Infatti, il ROE è un indicatore il cui risultato è influenzato dalle diverse aree della gestione aziendale, ossia dalla gestione operativa, gestione extra-operativa, gestione finanziaria, gestione straordinaria.

<sup>54</sup> Associazione Italiana Delle Aziende Familiari (AIDAF). Osservatorio AUB 2011.

Pertanto un conto che tale miglioramento è frutto del contributo della gestione operativa, un altro è se esso derivi dalla gestione extra-operativa o da un evento straordinario.

Si Pensi ad esempio al caso in cui l'impresa nell'anno x dismetta un fabbricato realizzando una plusvalenza che andrà ad aumentare il RN relativo all'anno x. Dunque al fine di poter esplicitare contributo delle diverse gestioni, positivo o negativo, dato al ROE risulta necessario scomporlo nelle sue diverse componenti.



**Figura 17: Determinanti della redditività per gli azionisti**

Tale analisi è strumentale ai fini dell'evidenza empirica oggetto della mia tesi che si sostanzia, come vedremo nel capitolo successivo, nel mettere a confronto l'Equity performance e il contributo delle diverse aree di gestione di un campione di imprese familiari Italiane con quello di imprese non familiari.

### 3.5.1 Redditività operativa

La redditività operativa viene calcolata prendendo in considerazione il capitale investito nella gestione, sia quello conferito dai soci a titolo di capitale di rischio sia quello dato a prestito da terzi finanziatori.

L'indicatore che misura ciò è il ROI che esprime il tasso di redditività del capitale investito nella gestione operativa.

$$ROI = \frac{RO}{CI}$$

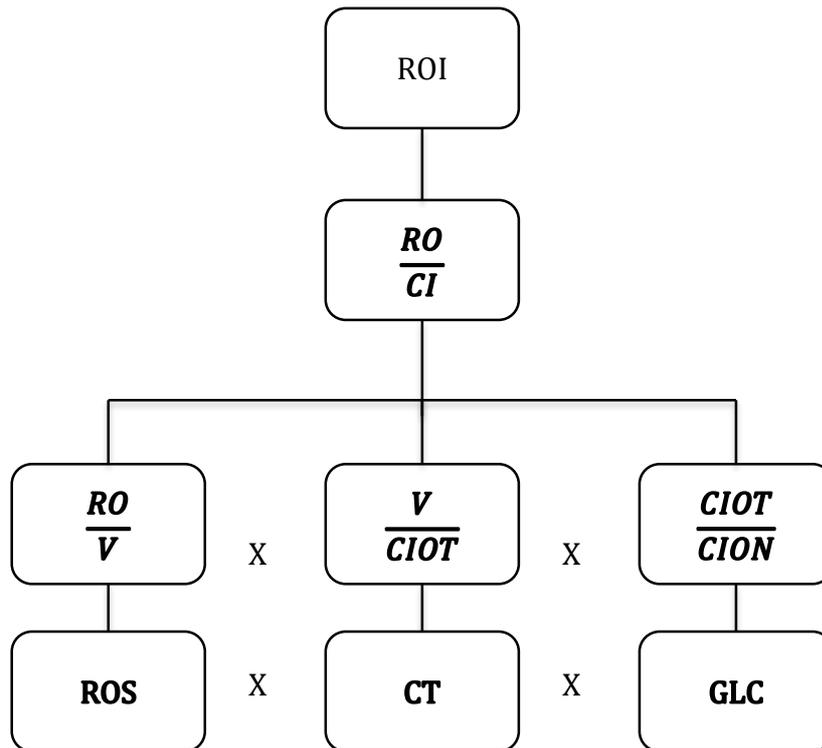
È importante sottolineare che:

- Reddito Operativo (RO) deve essere quello derivante esclusivamente dall'attività della gestione caratteristica;
- Il capitale investito (CI) si desume dallo Stato Patrimoniale riclassificato utilizzando quale criterio quello economico. In particolare deve essere depurato dai valori degli impieghi i cui proventi si trovano in una delle aree complementari. Inoltre deve essere considerato al netto delle passività di funzionamento (debiti commerciali) affinché il capitale investito (osservato dal lato del passivo) sia costituito da soli fonte onerose, ossia capitale proprio e debiti finanziari.

Al fine di comprendere in maniera più analitica il suo significato risulta necessario andare ad analizzare le Cause del ROI giacché risulta essere influenzato oltre che dalla redditività operativa, e quindi dalle vendite, anche dalle passività commerciali. Infatti il Capitale investito (CI) ottenuto dallo Stato patrimoniale riclassificato è al netto delle passività commerciali, le quali hanno un effetto negativo sul CI e correlativamente un effetto positivo sul ROI (infatti nella formula del ROI, il CI è al denominatore).

Il giudizio di due imprese, a parità di ROI, risulterà diverso a seconda se il ROI è influenzato prevalentemente dalla Redditività operativa o dal Grado di leva commerciale, ossia alla capacità dell'impresa a sfruttare le passività commerciali.

Pertanto al fine di esplicitare il contributo delle componenti del ROI risulta necessario scomporlo.



**Figura 18: scomposizione del ROI**

Il **ROS** esprime la redditività delle vendite, ossia quanto rimane sul prezzo di vendita dopo aver coperto tutti i costi relativi all'area caratteristica.

Il **CT** è il Capital Turnover, ossia l'indice di produttività del capitale investito. In altre parole consente di valutare la capacità del Capitale investito a produrre Ricavi.

Il **GLC** è il grado di leva commerciale, ossia la capacità dell'impresa a sfruttare le passività commerciali.

### 3.5.2 redditività extra-operativa

Dal momento in cui viene presa in considerazione la gestione extra-operativa bisogna far riferimento non più al ROI ma ad un indicatore più “allargato”, il RONA normalizzato. Infatti misura la redditività del capitale conseguente allo svolgimento della gestione operativa e della gestione extra-operativa.

$$RONAnorm = \frac{EBITnorm}{(CI\ operativo + CI\ extraoperativo)}$$

$EBITnorm = \text{Reddito operativo} + \text{Reddito extra-operativo}$

Il confronto tra il RONA<sub>norm</sub> ed il ROI consente di valutare se la gestione extra-operativa abbia incrementato o meno la redditività della gestione complessiva. AL fine di quantificare l'effetto favorevole o meno di tale gestione il RONA<sub>norm</sub> può essere espresso in funzione del ROI in modo tale che viene esplicitato il GLEO, ossia il contributo positivo o negativo dato da tale gestione al ROE.

$$RONAnorm = ROI \times \frac{RONAnorm}{ROI}$$

Se:

- GLEO = 1 (RONA<sub>norm</sub> = ROI), l'area extra-caratteristica non contribuisce al miglioramento della redditività complessiva della gestione (ovviamente lo stesso risultato si potrebbe ottenere in caso di assenza della gestione extra-caratteristica)
- GLEO > 1 (RONA<sub>norm</sub> > ROI), l'area extra-caratteristica contribuisce in maniera positiva sulla redditività complessiva della gestione.
- GLEO < 1 (RONA<sub>norm</sub> < ROI), l'area extra-caratteristica contribuisce in maniera negativa sulla redditività complessiva della gestione.

### 3.5.3 Redditività straordinaria.

In questo caso si fa riferimento ad un ulteriore indicatore che prende in considerazione anche la gestione straordinaria, il Rona Integrale.

$$RONA_{int} = \frac{EBIT_{int}}{CI_{operativo} + CI_{extraoperativo}}$$

Il confronto tra il  $RONA_{int}$  ed il  $RONA_{norm}$  consente di valutare se la gestione straordinaria abbia incrementato o meno la redditività della gestione complessiva.

Al fine di quantificare tale effetto favorevole o meno di tale gestione il  $RONA_{int}$  può essere espresso in funzione del  $RONA_{norm}$  in modo tale che viene esplicitato il GLEO di II livello, ossia il contributo positivo o negativo dato dalla gestione straordinaria al ROE

$$RONA_{int} = RONA_{norm} * \frac{RONA_{int}}{RONA_{norm}}$$

### 3.5.4 Leva finanziaria

Indipendentemente dalle caratteristiche peculiari dell'impresa familiare con riguardo le decisioni relative alla struttura del capitale, la leva finanziaria può essere utilizzata quale *strumento per migliorare la performance dell'impresa*.

In particolare un'impresa, a determinate condizioni, può far leva sull'indebitamento per migliorare la redditività dell'equity.

Al fine di verificare ciò individuiamo la relazione che sussiste tra la redditività del capitale proprio (ROE) e la redditività del capitale investito (RONA integrale).

Quest'ultimo indicatore non è altro che il ROI allargato in quanto prende in considerazione non solo la gestione operativa ma anche gli effetti economici connessa alla gestione extra-operativa e straordinaria.

$$RL = EBIT_{int} - OF$$

$$RL = (RONA_{int} * CI) - (DF * TF)$$

$$RL = RONA_{int} * MP + RONA_{int} * DF - DF * TF$$

$$RL = RONA_{int} * MP + DF(RONA_{int} - TF)$$

$$\frac{RL}{MP} = RONA_{int} + \frac{DF}{MP} * (RONA_{int} - OF)$$

$$ROEL = RONA_{int} + \frac{DF}{MP} * (RONA_{int} - TF)$$

La Formula evidenzia come l'indebitamento operi, in maniera positiva o negativa, da fattore moltiplicatore del ROI sul saggio di reddito (ROE).

In particolare possiamo evincere che:

- Il ROEl sale al di sopra del RONA<sub>int</sub> con l'aumento dell'indebitamento quando il RONA<sub>int</sub> è maggiore del costo del debito. Infatti, in questo caso il valore (RONA-tf) è maggiore di 0 per cui quanto più l'impresa è indebitata tanto più il valore DF/MP (RONA- tf) sarà elevato andando ad incrementare il ROE.
- Il ROE scende al di sotto del RONA, con l'aumento dell'indebitamento, Se il RONA è minore del costo del debito.

Tale meccanismo è noto come Effetto Leverage, ossia l'effetto trasferito dal ROI al ROE in relazione al livello di indebitamento.

La capacità di un'impresa di sfruttare in modo vantaggioso la leva del debito viene espressa dal grado di leva finanziaria (d'ora in poi GLF) e può essere quantificata nel seguente modo:

$$GLF = \frac{ROEL}{RONA_{int}}$$

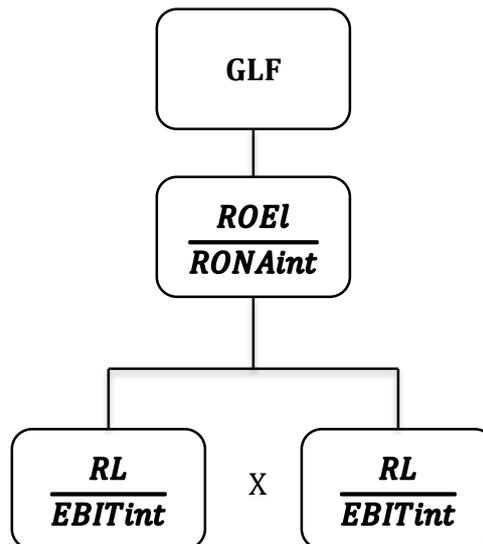
Come abbiamo detto, attraverso lo sfruttamento della leva finanziaria è possibile ottenere un diverso livello di ROE, al di sopra o al di sotto del ROI (a seconda se il costo del debito è minore o maggiore del ROI).

Tuttavia il profilo di rischio di un'impresa maggiormente indebitata è maggiore rispetto ad un'impresa che, a parità di condizioni, ha minor debito.

Sulla base di tale considerazione, l'effetto leverage deve essere interpretato alla luce del profilo di rischio finanziario che caratterizza l'azienda per effetto del

debito. Infatti, all'aumentare dello stock del debito aumentano inevitabilmente l'incidenza degli oneri finanziari.

Al fine di valutare separatamente gli effetti sul ROE di tali variabili è utile scomporre ulteriormente il GLF.



**Figura 19: Scomposizione del Grado di Leva Finanziario**

Il primo addendo rappresenta l'incidenza degli oneri finanziari; il secondo indica la presenza di debiti finanziari. Infatti, all'aumentare del debito tale rapporto è maggiore con evidenti effetti moltiplicativi sul ROE.

Tuttavia tali effetti moltiplicativi sono attenuati dall'incidenza degli oneri finanziari. Infatti, all'aumentare dei debiti finanziari (e quindi del secondo addendo) gli oneri finanziari aumentano provocando una diminuzione del primo rapporto (Infatti all'aumentare dei debiti finanziari e quindi degli oneri finanziari, il reddito lordo diminuisce).

### 3.5.5 Il ROE scomposto

A questo punto, dopo aver analizzato le singole componenti del ROE, rappresentiamo la sua scomposizione in modo tale da evidenziare come ciascuna gestione aziendale contribuisce in maniera positiva o negativa

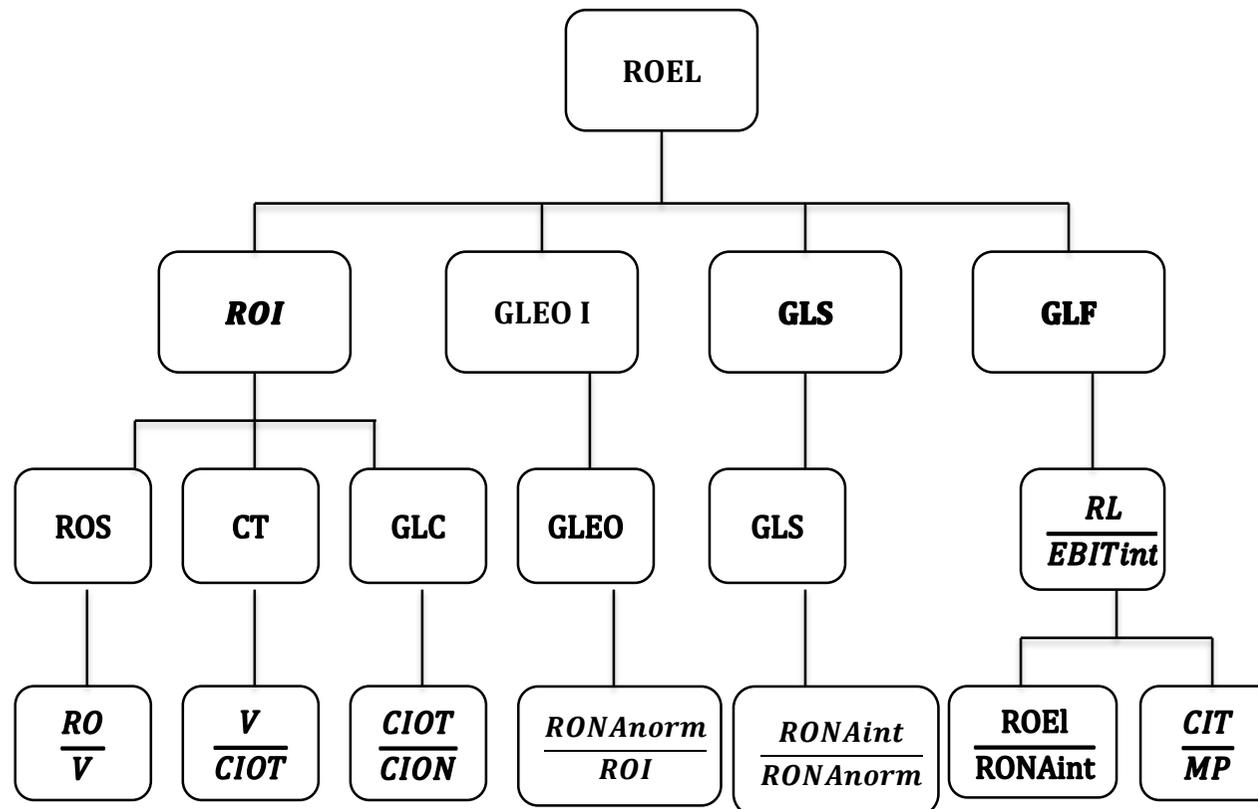


Figura 20: ROE scomposto

## Capitolo 4 L'evidenza empirica

### 4.1 Introduzione

Dopo aver affrontato, dal punto di vista teorico, il tema della capacità della proprietà familiare a influenzare la performance dell'impresa, in questo capitolo l'attenzione è stata concentrata sulla relativa analisi dal punto di vista pratico, la quale è stata svolta sotto un duplice aspetto: contabile ed economico.

Per quanto riguarda l'aspetto contabile, è stato analizzato l'equity performance delle imprese italiane quotate nella borsa italiana appartenenti al settore "beni di consumo". Tali imprese le ho raggruppate in due differenti campioni il cui elemento discriminatorio è stato quello della "proprietà familiare", identificata attraverso la definizione diffusa dal family business group.

La ragione per cui è stata posta l'attenzione sull'equity performance risiede nel fatto che in essa confluiscono gli effetti positivi o negativi delle diverse aree della gestione aziendale. Quindi indirettamente si è andata ad analizzare anche la performance della gestione aziendale complessiva.

L'indicatore strumentale a tale tipologia di indagine è il ROE, il quale è stato calcolato sulla base dei bilanci riclassificati dell'ultimo triennio di ciascuna società oggetto d'indagine. Tuttavia il mero risultato del ROE non è sufficiente ad evidenziare il contributo delle diverse aree della gestione aziendale. Pertanto al fine di effettuare un'analisi più accurata ho scomposto il ROE nelle sue diverse componenti in modo tale da esplicitare il contributo positivo o negativo delle diverse aree aziendali.

Risulta necessario sottolineare che l'analisi della redditività del patrimonio netto non consente di determinare il valore effettivamente creato da un'impresa. Essa, infatti, risente di alcuni limiti: in primo luogo non prende in considerazione la "*componente rischio*" attraverso cui i risultati vengono raggiunti; infatti a parità di valori contabili, un aumento delle condizioni di rischio comporta inevitabilmente una diminuzione del valore di mercato dell'impresa. In secondo luogo è un'analisi orientata al breve periodo che si focalizza sui risultati passati e che quindi non è idonea alla determinazione della capacità dell'impresa a generare flussi economici positivi futuri.

Sulla base di tali ragioni, è stata svolta anche un'analisi economica orientata al lungo che ci permette di andare a valutare la performance prospettica. Più precisamente è stato determinato il maggior/minor valore che il mercato attribuisce all'impresa rispetto a quello determinato sulla base dei valori contabili.

Le metodologie utilizzate, strumentali a tale tipologia di indagine, sono state l'Eva (o reddito economico) e il Market Value Added (o Valore aggiunto del capitale).

L'evidenza empirica è stata condotta sulle imprese italiane per il semplice motivo che l'Italia risulta essere un contesto di ricerca ideale in merito all'oggetto di indagine, essendo un paese fortemente caratterizzato dal capitalismo familiare. Infatti, in base a quanto emerge dal Rapporto Unioncamere del 2014 (Imprese, comunità e creazione di valore) in Italia l'incidenza del fenomeno familiare si è attestata intorno al 93%.

Questo capitolo è organizzato nel seguente modo: il prossimo paragrafo si incentra sulla domanda di ricerca, ossia l'oggetto su cui si è focalizzata l'analisi; il secondo paragrafo descrive il campione di riferimento e i criteri utilizzati ai fini della sua costruzione; il terzo paragrafo descrive la metodologia utilizzata; il quarto paragrafo presenta i risultati dell'indagine; infine l'ultima sezione si concentra sulle conclusioni.

## 4.2 Domanda di Ricerca

Uno dei temi più affrontati nel campo della ricerca sulla finanza aziendale riguarda l'influenza della Governance sulla Performance aziendale<sup>55</sup>. All'interno di questa ricerca, molti studiosi hanno posto la loro attenzione sulla proprietà concentrata tipica dell'impresa familiare e di come essa influenzi la performance aziendale<sup>56</sup>.

Ad esempio Jensen e Meckling (1976) sostengono che le imprese familiari, grazie alla struttura di Governance più efficiente, registrano performance migliori. Infatti, essendo caratterizzate dalla concentrazione della proprietà, i problemi legati alla separazione tra proprietà e controllo in termini di divergenza di interessi tra azionisti e manager, non sono rilevanti come nelle imprese ad azionariato diffuso. Di conseguenza anche i relativi costi necessari per riallineare tali interessi risultano essere minori. Ciò in quanto, di regola, proprietà e gestione coincidono essendo nelle mani del fondatore. Inoltre anche quando, nelle imprese di più grandi dimensioni, la gestione viene affidata a soggetti esterni, vi è una minor probabilità che essi pongano in essere comportamenti opportunistici giacché la proprietà ha interesse a monitorare attivamente, essendo il loro reddito legato all'andamento della propria impresa (ciò non avviene ad esempio nelle public companies. Infatti gli azionisti di minoranza non sono incentivati a monitorare in quanto i relativi benefici che ne deriverebbero sarebbero minori rispetto ai costi, essendo i primi attribuiti in proporzione alla partecipazione del capitale).

Secondo altri autori<sup>57</sup>, la performance delle imprese familiari non è superiore rispetto alle altre imprese. Ciò in quanto, nonostante i benefici della proprietà concentrata, esse devono fare i conti con un'altra tipologia di costi che incidono in negativo sulla performance e che quindi vanno ad azzerare i benefici derivanti dalla Governance più efficiente. Tali costi sono riconducibili prevalentemente ai conflitti interni che inevitabilmente si creano tra i membri

---

<sup>55</sup> Danny Miller a, Isabelle Le Breton-Miller Richard H. Lester c, Albert A. Cannella Jr. Are family firms really superior performers?. Family Business Review.

<sup>56</sup> Anderson and Reeb, 2003; Ang et al., 2000; Bennesen et al., in press; McConaughy et al., 1998; Cronqvist and Nilsson, 2003; Maury, 2006; Villalonga and Amit, 2006.

<sup>57</sup> Allen e Panian, 1982; Chandler, 1990; Gomez-Mejia et al., 2003; Perez-Gonzalez, 2006; Schulze et al., 2001, 2003.

familiari, le cui cause possono essere diverse. Tra queste rientrano sicuramente la divergenza sugli obiettivi aziendali e le opinioni diverse circa la definizione dei ruoli e responsabilità.

Sulla base di quanto detto la *domanda di ricerca* che vogliamo indagare è la seguente:

H1= *“Le imprese familiari italiane quotate nella borsa italiana appartenenti al settore “beni di consumo” registrano performance in termini di equity ed un Market Value Added maggiori rispetto alle imprese non familiari italiane quotate nella borsa italiana appartenenti allo stesso settore”.*

La contro tesi risulta essere H0= *“Le imprese familiari italiane quotate nella borsa italiana appartenenti al settore “beni di consumo” registrano performance in termini di equity ed un Market Value Added minori rispetto alle imprese non familiari italiane quotate nella borsa italiana appartenenti allo stesso settore”.*

### **4.3 Il campione di indagine**

#### **4.3.1 modalità di Costruzione**

Per prima cosa, ai fini della costruzione del campione delle imprese familiari risulta necessario capire quando una data impresa possa essere qualificata familiare e che quindi sia suscettibile di essere ricompresa nel campione.

A riguardo non vi sono state mai opinioni univoche circa la qualificazione di impresa familiare. Infatti in letteratura sono rinvenibili numerosissime definizioni, con la conseguenza che i relativi studi hanno utilizzato *differenti definizioni di “impresa familiare”*. Ciò ovviamente ha inciso sui risultati delle evidenze empiriche in quanto alcune hanno incluso nel campione oggetto di indagine imprese che altre, avvalendosi di altre definizioni, hanno escluso.

*In questa sede ho preso in considerazione la definizione di impresa familiare diffusa dal Family Business Group, organo costituito dalla Commissione Europea.*

Secondo tale definizione non è necessario che la famiglia posseda la totalità del capitale sociale: nelle società non quotate è sufficiente la maggioranza

delle azioni in modo tale che il potere decisionale sia incentrato nel soggetto che ha fondato l'azienda o che ha acquistato il capitale sociale della società (mentre *nelle società quotate è richiesto una percentuale del 25%*); inoltre è richiesto il coinvolgimento nella gestione di almeno un membro della famiglia; infine si precisa che il controllo può essere sia diretto che indiretto tramite  *Holding* o altri strumenti.

Sulla base di tale definizione ho proceduto alla costruzione dei due campioni d'impresa i quali sono stati ottenuti attraverso un esame dettagliato dell'azionariato di ciascuna società italiana quotata nella borsa italiana facente parte del settore "beni di consumo". A tal fine mi sono avvalso delle seguenti fonti:

- *Database della Borsa italiana*<sup>58</sup> attraverso il quale ho ottenuto tutte le società del FTSE "Beni di Consumo";
- *Database AIDA*<sup>59</sup> che mi ha consentito in primo luogo di selezionare le sole società Italiane del FTSE "beni di Consumo" e in secondo luogo di individuare, attraverso le informazioni sugli assetti proprietari, le imprese familiari.

#### **4.3.2 Descrizione del campione**

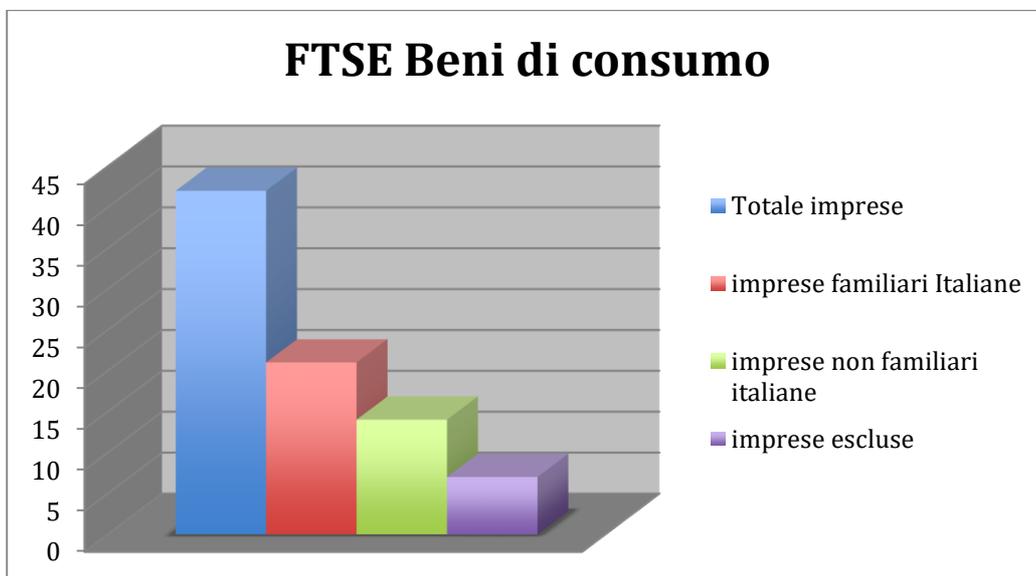
L'analisi è stata svolta sulle società italiane del FTSE "Beni di Consumo", costituito da 43 società. Da queste sono state escluse le società non italiane e quelle in fallimento essendo gli ultimi bilanci non redatti secondo il principio della continuità aziendale.

Pertanto delle 43 società ne sono state selezionate 35, le quali sono state suddivise in due cluster il cui elemento discriminatorio è stato individuato nella proprietà familiare.

---

<sup>58</sup> [www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it)

<sup>59</sup> [www.aida.bvdinfo.com](http://www.aida.bvdinfo.com)



**Figura 21: FTSE beni di consumo (Grafico)<sup>60</sup>**

Il primo campione è costituito da 21 società che, secondo la definizione diffusa dal family business Group, possono essere qualificate imprese familiari.

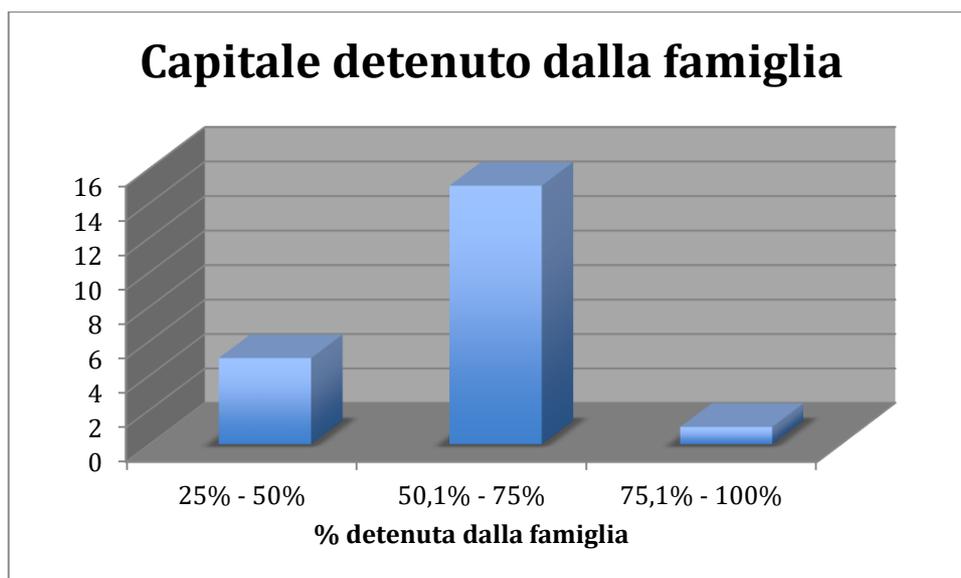
Nel grafico 2 ho riportato, per ciascuna osservazione costituente il campione, le partecipazioni che i membri familiari detengono, sia direttamente che indirettamente tramite holding o altri strumenti finanziari, nell'impresa stessa.

Inoltre, nel grafico 3 ho evidenziato il numero dei familiari coinvolti nella gestione. Ciò per evidenziare che i requisiti imposti dal family business group ai fini della qualificazione di impresa familiare sono stati rispettati, ossia che:

- Nelle società quotate è richiesto che i membri familiari abbiano una partecipazione non inferiore al 25%;
- Almeno un componente familiare debba essere coinvolto nella gestione.

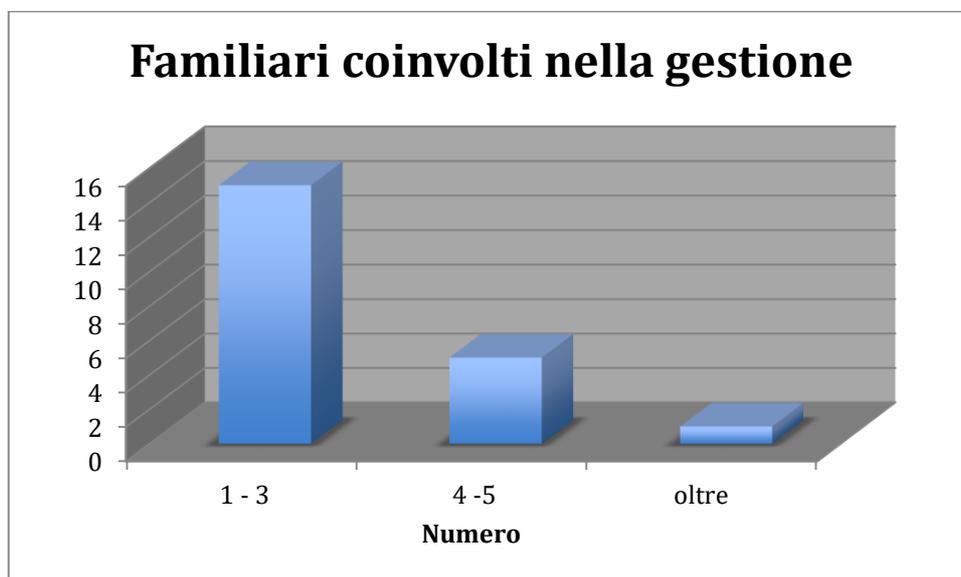
---

<sup>60</sup> Elaborazione propria.



**Figura 22: Capitale detenuto dalla famiglia (Grafico)<sup>61</sup>**

Dal grafico si nota che in 15 imprese la percentuale del capitale detenuto dai familiari si attesta tra il 50% e il 70%; in 6 imprese la percentuale risulta essere pari al 30%; in 1 la percentuale supera l'80%.



**Figura 23: familiari coinvolti nella gestione (Grafico)<sup>62</sup>**

<sup>61</sup> Elaborazione propria.

<sup>62</sup> Elaborazione propria.

Nella maggior parte delle imprese familiari (75%) vi è il coinvolgimento di almeno un familiare nella gestione dell'impresa. In una sola impresa sono addirittura 6 i familiari coinvolti.

Il secondo campione è costituito dalle restanti, ovvero 14 società non familiari. Esse, infatti, non soddisfano alternativamente i due requisiti dettati dal family business group: coinvolgimento di almeno un membro familiare nella gestione e percentuale pari al 25% del capitale delle società quotate detenuta dai familiari.

#### **4.4 Metodologia**

In questo capitolo mi sono posto un duplice obiettivo: il primo è stato quello di porre in essere un'analisi di tipo contabile; il secondo, invece, si sostanzia nell'effettuare un'analisi orientata al valore volta alla determinazione del valore economico, ossia il maggior/minor valore che il mercato attribuisce ad una determinata impresa rispetto al valore di bilancio.

L'analisi contabile si sostanzia, in primo luogo, nel mettere a confronto la redditività del patrimonio netto dei due campioni oggetto d'indagine. L'indicatore strumentale a tale tipologia di indagine è il ROE, calcolato sulla base dei dati desumibili dai bilanci riclassificati.

Il Conto Economico riclassificato consente di comprendere la provenienza della redditività positiva o negativa dell'impresa. A tal fine è stato utilizzato il "criterio di pertinenza gestionale"<sup>63</sup> attraverso il quale la gestione è stata suddivisa in gruppi di operazioni omogenee (Area operativa; area extra-operativa; area finanziaria; area straordinaria).

Lo stesso criterio di riclassifica è stato utilizzato per lo Stato Patrimoniale. Ciò risulta fondamentale ai fini dell'analisi di redditività dove è necessario confrontare opportuni flussi di reddito ad omogenei e coerenti stock di capitale, al fine di ottenere il tasso di rendimento del capitale impiegato.

---

<sup>63</sup> Carlo Caramiello, Fabrizio di Lazzaro, Giovanni Fiore. Indici di bilancio. Strumenti per l'analisi della gestione aziendale.

Quindi per calcolare l'equity performance, ossia il rendimento del capitale investito in una società, ho utilizzato il ROE netto che viene espresso nel seguente modo:

$$ROEn = \frac{Rn}{PN}$$

Occorre ribadire che tale analisi risulta parziale in quanto nel risultato del ROE confluiscono gli effetti positivi o negativi delle singole aree che compongono la gestione aziendale complessiva.

Pertanto risulta necessario andare a scomporre il ROE nelle sue diverse componenti al fine di esplicitare il contributo di ciascuna gestione aziendale alla redditività del patrimonio netto, ossia<sup>64</sup>:

- *Gestione operativa* nella quale sono ricomprese tutte le operazioni concernenti l'attività tipica dell'azienda, quale produzione o commercializzazione di beni e servizi. Il relativo indicatore di redditività è il ROI.
- *Gestione extra-operativa* che ricomprende tutte le attività collaterali a quelle operative (ad esempio gestione patrimoniale, gestione della liquidità, gestione delle partecipazioni). L'indicatore che prende in considerazione anche la redditività della gestione extra-caratteristica è il RONA normalizzato (RONAnorm). Il contributo di tale gestione alla redditività complessiva viene espresso dal Grado di leva extra-operativo (GLEO) che viene calcolato mettendo a confronto il ROI con il RONAnorm.
- *Gestione straordinaria* che ricomprende tutti gli eventi che, per natura, per dimensione, per errori di competenza economica, sono straordinari. L'indicatore che ricomprende, oltre la redditività operativa ed extra-operativa, anche quella relativa alla gestione extra-caratteristica è il RONA integrale (RONAint). Il contributo di tale gestione alla redditività complessiva viene espressa dal Grado di leva straordinaria (GLS) che viene calcolato mettendo a confronto il RONAnorm con il RONAint.

---

<sup>64</sup> Carlo Caramiello, Fabrizio di Lazzaro, Giovanni Fiore. Indici di bilancio. Strumenti per l'analisi della gestione aziendale.

- *Gestione Finanziaria* che fa riferimento a tutte le operazioni riguardanti il finanziamento dell'attività operativa ed extra-operativa. Il suo contributo viene espresso dal Grado di leva finanziaria (GLF) e viene calcolato attraverso il rapporto  $\frac{ROEl}{RONAint}$

$$ROEn = ROI \times GLEO \times GLS \times GLF \times (1 - a)$$

Al fine di comprendere meglio le cause della redditività relativa alla gestione operativa (ROI) è utile esplotiare le sue diverse componenti, ossia la redditività proveniente dalle vendite (ROS) la produttività del capitale (CT) investito e la leva commerciale (GLC), al fine di evidenziare come esse abbiano contribuito al risultato finale.

$$ROEn = ROS \times CT \times GLC \times GLEO \times GLS \times GLF \times (1 - a)$$

$$ROEn = \frac{RO}{V} \times \frac{V}{CIOT} \times \frac{CIOT}{CION} \times \frac{RONAn}{ROI} \times \frac{ROEl}{RONAint} \times (1 - a)^{65}$$

L'analisi della redditività del patrimonio netto non consente di determinare il valore effettivamente creato da un'impresa. Essa, infatti, risente di alcuni limiti:

- Non prende in considerazione la *componente rischio* attraverso cui i risulti vengono raggiunti. Infatti, a parità di valori contabili, un aumento delle condizioni di rischio comporta inevitabilmente una diminuzione del valore di mercato dell'impresa.
- È orientata al breve periodo e focalizzandosi sui risultati relativi ad "azioni passate" non è idonea alla determinazione della capacità dell'impresa a generare flussi economici positivi futuri.

---

<sup>65</sup> Carlo Caramiello, Fabrizio di Lazzaro, Giovanni Fiore. Indici di bilancio. Strumenti per l'analisi della gestione aziendale.

Per tali ragioni è stata svolta anche un'analisi economica orientata al lungo periodo volta alla determinazione del maggior/minor valore che il mercato attribuisce all'impresa rispetto a quello determinato sulla base dei valori contabili.

Le metodologie strumentali a tale tipologia di indagine sono l'Eva (o reddito economico) e il Market Value Added (o Valore aggiunto del capitale)<sup>66</sup>

*Il reddito economico è stato calcolato come la differenza prodotta fra il ROE effettivo ed il ROE equo.*

$$\mathbf{Re = (ROE\ eff.\ -\ ROE\ equo) \times MP}$$

Il ROE effettivo è quello relativo alla remunerazione dei portatori di capitale di rischio che ho calcolato sulla base dei dati desumibili dal bilancio opportunamente riclassificato.

Il ROE equo è il rendimento richiesto da suddetti portatori di capitale in relazione al rischio sopportato e all'andamento di investimenti simili. È stato calcolato ricorrendo alla formula del CAPM:

$$\mathbf{ROE\ equo = Rf + \beta_i(Rmkt - Rf)}$$

Dove:

- $r_f$  è il tasso free risk. Ho preso come riferimento il rendimento medio dei titoli di stato italiani.
- $\beta_i$  è il beta del titolo i-esimo. Esso misura il rischio sistematico della società, ossia come varia il rendimento del titolo a conseguenti variazioni di mercato. Esso infatti è stato calcolato come il rapporto tra la covarianza del titolo i-esimo con il rendimento di mercato, e la varianza del rendimento di mercato.
- $(Rmkt - Rf)$  è il premio per il rischio. In particolare il rendimento di mercato l'ho calcolato determinando il rendimento medio dell'indice FTSE MIB.<sup>67</sup> Quest'ultimo è il benchmark di riferimento dei mercati azionari

---

<sup>66</sup> Carlo Caramiello, Fabrizio di Lazzaro, Giovanni Fiore. Indici di bilancio. Strumenti per l'analisi della gestione aziendale.

<sup>67</sup> [www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it)

italiani ricomprendendo circa l'80% della capitalizzazione di mercato interna. Esso, infatti, misura la performance di 40 titoli relativi a società di primaria importanza e a liquidità elevata.

Dopo aver determinato il reddito economico, è stato calcolato il valore aggiunto del capitale ipotizzando che le imprese conseguano redditi economici nel tempo per un periodo di tempo illimitato.

$$VAC = \frac{Re}{ROE\ equo}$$

Successivamente alla determinazione del premio che il mercato riconosce ad un titolo rispetto al suo valore contabile (VAC), al fine di meglio comprendere le cause che lo hanno influenzato in positivo o in negativo, sono state misurate separatamente le variazioni intervenute nei cosiddetti "driver di valore"<sup>68</sup>, ossia le variabili che determinano il Valore Aggiunto del Capitale.

$$\frac{Vac_2}{Vac_1} = \frac{Re_2}{Re_1} \times \frac{i_1}{i_2}$$

Tale relazione<sup>69</sup> è stata ottenuta prendendo in considerazione la variazione del Vac intervenuta in due esercizi successivi ( $\frac{Vac_2}{Vac_1}$ )

Considerando che:

$$Vac_1 = \frac{Re_1}{i_1}$$

$$Vac_2 = \frac{Re_2}{i_2}$$

Otteniamo la seguente relazione

$$\frac{Vac_2}{Vac_1} = \frac{Re_2}{Re_1} \times \frac{i_1}{i_2}$$

---

<sup>68</sup> Fabrizio di Lazzaro. La Performance del valore. Pag. 143.

<sup>69</sup> Fabrizio di Lazzaro. La performance del valore per l'analisi aziendale.

Quindi l'incremento del Vac in t è una diretta conseguenza dell'incremento del reddito economico rispetto all'esercizio precedente e di una riduzione del tasso di attualizzazione espresso dal rendimento equo.

L'effetto moltiplicativo dei due driver del valore sarà positivo, negativo o nullo a seconda se i rispettivi fattori saranno  $>1$ ,  $<1$  o uguali a 0.

L'intera evidenza empirica è stata fatta prendendo in considerazione tre esercizi (2012- 2013 -2014) e con l'ausilio delle seguenti fonti:

- *Database AIDA* attraverso il quale sono stati ottenuti i bilanci di ciascuna società costituente i due campioni di imprese, i quali sono stati strumentali all'analisi contabile.
- *Yahoo finanze*, attraverso il quale sono stati ottenuti i dati storici (2012-2014) dei titoli delle società, strumentali all'analisi economica.

## 4.5 Risultati dell'analisi contabile

### 4.5.1 Il ROEn delle imprese familiari

Il seguente grafico mostra nel dettaglio i valori del ROE netto (d'ora in poi ROEn) relativi al triennio 2012-2014. La ragione per cui non è stato preso in considerazione l'ultimo esercizio (2015) risiede nel fatto che i bilanci non erano ancora disponibili.

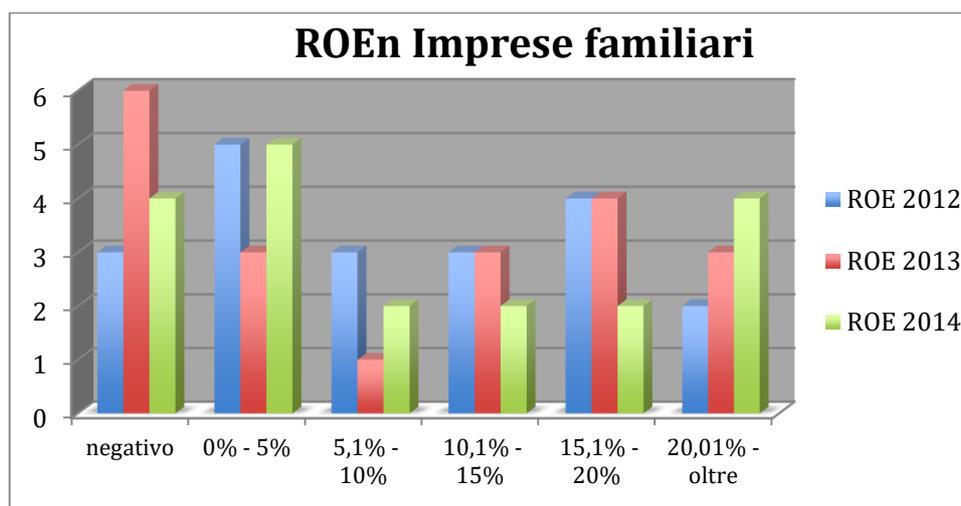


Figura 24: ROEn Imprese familiari (Grafico)<sup>70</sup>

<sup>70</sup> Elaborazione propria.

ROEn	2012	2013	2014
<b>Media</b>	<b>9,14%</b>	<b>8,78%</b>	<b>10,64%</b>
<b>Mediana</b>	<b>7,26%</b>	<b>8,52%</b>	<b>9,98%</b>
<b>Max</b>	<b>45,19%</b>	<b>36,44%</b>	<b>34,47%</b>
<b>Min</b>	<b>-14,25%</b>	<b>-14,08%</b>	<b>-10,10%</b>

**Figura 25: ROEn imprese familiari (tabella)<sup>71</sup>**

Nel 2012, delle 22 osservazioni, le imprese con ROEn negativo risultano essere 3 ed il valore minimo registrato è stato pari al 14%. Nonostante la maggior parte delle imprese presentano un ROEn più basso rispetto ai periodi 2013-2014 (pari a circa il 7%), il relativo valor medio risulta essere maggiore attestandosi a circa il 9%. Solo 2 società hanno chiuso con un ROEn superiore al 20%, il cui maggior valore registrato è stato di circa il 45%.

Nel 2013 vi è stato un leggero aumento delle società che hanno chiuso con ROE negativo. Esse, infatti, risultano essere 6 ed il valore minore è il medesimo di quello registrato nel 2012, ossia circa -14%. La situazione è migliorata, rispetto all'anno precedente, per la maggior parte delle imprese. Infatti, la redditività del patrimonio netto è aumentata sino all'8,5%. Solo per tre imprese il ROEn ha superato la soglia del 20% ed il valore maggiore registrato è stato di circa il 36,5%.

Nel 2014, rispetto al precedente esercizio, la situazione è ulteriormente migliorata: in primo luogo sono diminuite a quattro le società che hanno chiuso con un ROE negativo anche se il valore minimo è aumentato sino a circa -10%. In secondo luogo la redditività è migliorata di quasi due punti percentuale (da circa 8,7% a circa 10,6%) per la maggior parte delle imprese; In terzo luogo è salito a 4 il numero di imprese che hanno registra un ROE maggiore del 20%.

---

<sup>71</sup> Elaborazione propria.

#### 4.5.2 Il ROEn delle imprese non-familiari

Anche per il campione comprendente le imprese non familiari ho riportato i valori della redditività del Patrimonio netto relativa agli esercizi 2012-2013-2014.

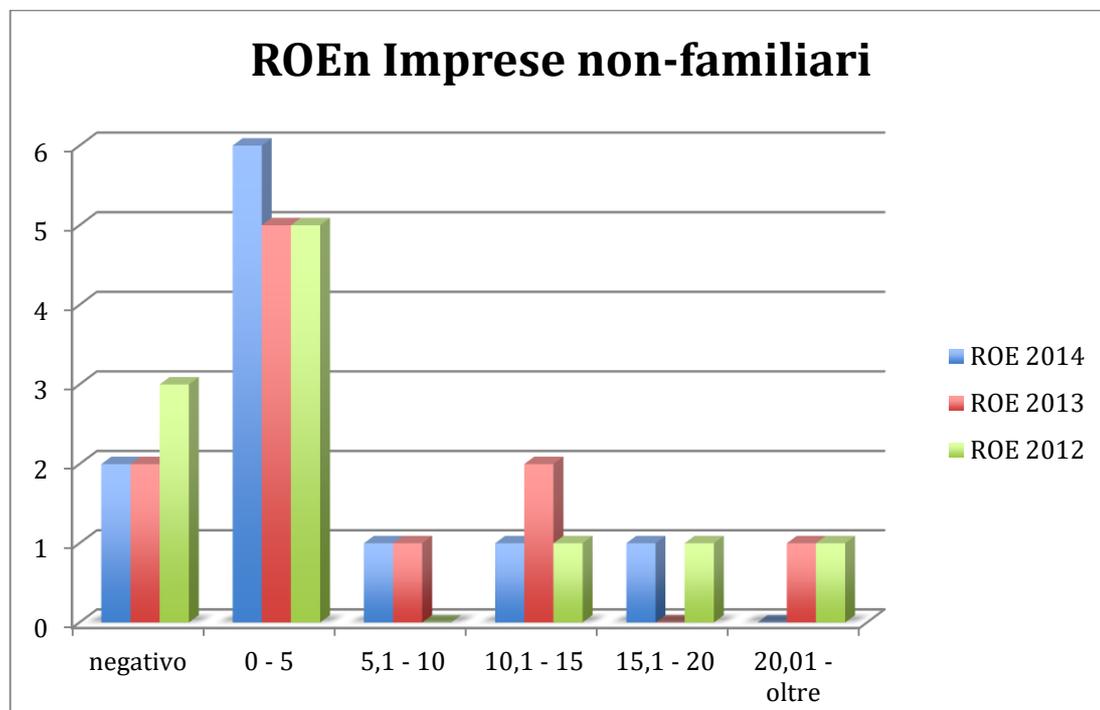


Figura 26: ROEn imprese non-familiari (Grafico)<sup>72</sup>

ROEn	2012	2013	2014
Media	3,40%	-7,44%	1,96%
Mediana	2,39%	2,70%	2,04%
Max	19,62%	21,58%	21,66%
Min	-43,75%	-142,64%	-15,94%

Figura 27: ROEn imprese non-familiari (Tabella)<sup>73</sup>

Si nota chiaramente che la maggioranza delle imprese non familiari, nei tre esercizi in esame, ha registrato un ROE non superiore al 5%.

<sup>72</sup> Elaborazione propria.

<sup>73</sup> Elaborazione propria.

Nel 2012, delle 11 osservazioni, le imprese con ROE negativo risultano essere 3 ed il valore minimo registrato è stato pari a circa -43,5%. La maggior parte delle imprese presentano un ROE molto più basso rispetto alle imprese familiari: 2,39% contro circa il 7,2% registrato per le seconde. Nessuna società ha ottenuto un ROE pari o superiore al 20%. Infatti, il massimo valore registrato è stato a circa 19.5%.

Nel 2013, nonostante sia stato registrato un ROE medio negativo (pari a circa -6%), la situazione è migliorata per il maggior numero di imprese le quali hanno chiuso con un ROE pari a circa il 5%. Ciò in quanto una società (la stessa che nel 2013 ha riportato il valore minimo negativo) ha conseguito una pesante perdita (26ML) che addirittura superava il PN (18,5 ML). Questa società, infatti, ha conseguito un ROE pari a -152%.

Nel 2014 la situazione è peggiorata per la maggioranza delle imprese, le quali infatti hanno ottenuto un ROE non superiore al 2%.

#### 4.5.3 I campioni a Confronto

Nei paragrafi precedenti è stata analizzata, nel dettaglio, la redditività media dei due campioni oggetto di indagine. Ora li mettiamo a confronto con l'obiettivo di evidenziare il campione che, in media, ha ottenuto una migliore redditività del patrimonio netto.

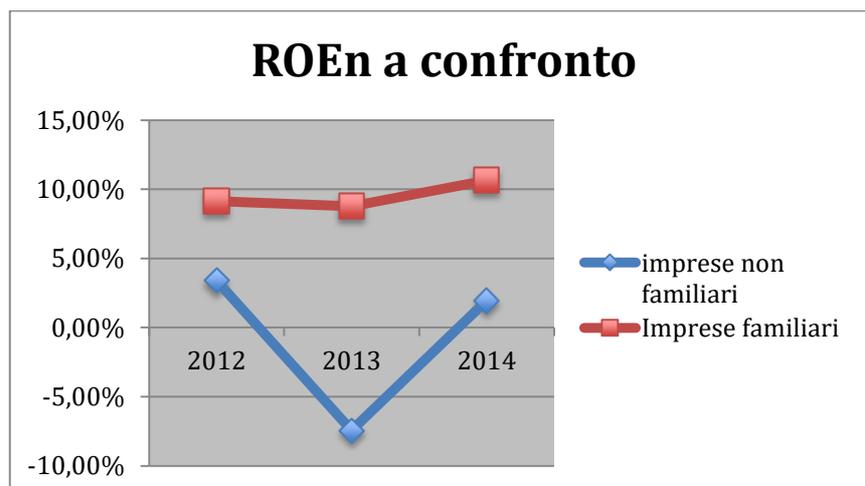


Figura 28: ROEn a confronto (Grafico)<sup>74</sup>

<sup>74</sup> Elaborazione propria.

ROEn	2012	2013	2014
Media (NF)	3,40%	-7,44%	1,96%
Media (F)	9,14%	8,78%	9,19%

Figura 29: ROEn a confronto (tabella)<sup>75</sup>

Dal grafico si nota chiaramente che, per tutto il periodo considerato (2012-2014), il valore del ROEn relativo al campione delle imprese familiari è, in media, nettamente più alto attestandosi intorno al 9%.

Le imprese non familiari nel 2012 hanno conseguito una redditività media di circa 3% (contro quella di circa 9% del campione familiare). La situazione è drasticamente peggiorata nell'esercizio successivo dove è stata registrata una redditività negativa pari a circa -6%. Bisogna sottolineare che tale valor medio è stato fortemente influenzato dal ROE negativo di una società, pari a circa -142%. Ciò in quanto suddetta società ha chiuso l'esercizio con una forte perdita pari a circa 24ML, la quale ha superato nettamente il valore del patrimonio netto. Quest'ultimo, infatti, ammontava a circa 18 ML.

Nel 2014 la situazione è migliorata: il ROE è aumentato di 8 punti percentuali attestandosi a circa il 2%.

*Questi dati evidenziano un'importante informazione: le società familiari FTSE Italia beni al Consumo nel triennio considerato (2012-2014) presentano, in media, una maggiore redditività dei mezzi propri rispetto alle società non familiari appartenenti allo stesso settore.*

Tuttavia bisogna sottolineare che tale confronto risulta essere parziale in quanto ci si è limitati ad effettuare un'analisi "quantitativa" tesa ad evidenziare il campione che ha registrato una maggiore redditività del patrimonio netto.

Essa, infatti, non è sufficiente a dare un giudizio adeguato circa la capacità di un'impresa a remunerare i mezzi propri.

Quindi al fine di porre in essere un'analisi più accurata è necessario integrare tale analisi con una di tipo "qualitativa" volta ad esplicitare le cause della redditività del patrimonio netto.

---

<sup>75</sup> Elaborazione propria.

Infatti, il ROE è un indicatore il cui risultato è influenzato dalle diverse aree della gestione aziendale, ossia dalla gestione operativa, gestione extra-operativa, gestione finanziaria, gestione straordinaria.

Pertanto un conto che tale miglioramento è frutto del contributo della gestione operativa, un altro è che esso derivi prevalentemente dalla gestione extra-operativa o da un evento straordinario.

Si Pensi ad esempio al caso in cui l'impresa nell'anno x dismetta un fabbricato realizzando una plusvalenza che andrà ad aumentare il RN relativo all'anno x.

Dunque al fine di evidenziare il contributo, positivo o negativo, dato al ROE dalle diverse gestioni, ho scomposto il ROE le sue diverse componenti:

$$ROEn = ROS \times CT \times GLC \times GLEO \times GLS \times GLF \times (1-a)$$

Le tabelle seguenti riportano i valori delle variabili esplicitate dei campioni oggetto d'indagine.

IMPRESE NON FAMILIARI															
t	ROS		CT		GLC		GLEO		GLS		GLF		1-a	ROEn	
2014	0,23	X	1,20	X	1,68	X	0,71	X	1,00	X	0,60	X	0,54	=	10,57%
2013	0,13	X	1,15	X	1,55	X	0,74	X	0,34	X	1,85	X	0,79	=	8,79%
2012	0,23	X	1,08	X	1,55	X	0,28	X	0,94	X	1,10	X	0,85	=	9,14%

Figura 30: ROEn scomposto imprese familiari (Tabella)<sup>76</sup>

IMPRESE NON FAMILIARI															
t	ROS		CT		GLC		GLEO		GLS		GLF		1-a	ROEn	
2014	0,10	X	0,80	X	1,55	X	1,30	X	1,13	X	0,24	X	0,45	=	1,97%
2013	-0,26	X	0,78	X	1,80	X	0,31	X	1,26	X	0,75	X	0,70	=	-7,44%
2012	0,15	X	0,83	X	1,60	X	0,40	X	1,01	X	0,71	X	0,60	=	3,41%

Figura 31: ROEn scomposto imprese non-familiari (Tabella)<sup>77</sup>

<sup>76</sup> Elaborazione propria.

Ora metteremo a confronto le singole aree della gestione aziendale dei due campioni di imprese.

#### 4.5.3.1 Gestione Operativa

La Redditività operativa viene calcolata attraverso il ROI, il quale misura il rendimento di tutto il capitale investito nella gestione operativa.

t	ROI (F)	ROI (NF)
2012	0,38	0,19
2013	0,23	-0,3
2014	0,46	0,12

Figura 32: ROI a confronto (Tabella) <sup>78</sup>

Si nota chiaramente che le imprese familiari, nei tre esercizi considerati, hanno registrato una redditività operativa media maggiore rispetto a quella delle imprese non familiari.

Al fine di comprendere meglio le cause del ROI è utile esplicitare le sue diverse componenti, ossia la redditività proveniente dalle vendite (ROS) la produttività del capitale (CT) investito e la leva commerciale (GLC), al fine di evidenziare come esse abbiano contribuito al risultato finale.

Risulta necessario esplicitare la leva commerciale in quanto il Capitale investito ottenuto dallo stato patrimoniale riclassificato secondo il criterio economico è al netto delle passività commerciali. Ciò significa che queste hanno un effetto negativo sul Capitale investito (all'aumentare delle passività commerciali, il CI diminuisce) e quindi un effetto positivo sul ROI essendo questo calcolato come rapporto tra RO e CI.

$$\text{ROI} = \text{ROS} \times \text{CT} \times \text{GLC}$$

---

<sup>77</sup> Elaborazione propria.

<sup>78</sup> Elaborazione propria.

Quindi Attraverso tale scomposizione è possibile effettuare un analisi della gestione operativa non solo dal punto di vista quantitativo, evidenziando il campione che ha ottenuto una redditività migliore , ma anche dal punto di vista qualitativo. Infatti il giudizio su una determinata impresa è influenzato molto a seconda se il maggior valore del ROI proviene dal reddito operativo o se esso sia imputabile alle passività commerciali.

Nei grafici seguenti ho messo a confronto le singole componenti del ROI dei due campioni in modo da evidenziare la qualità della redditività.

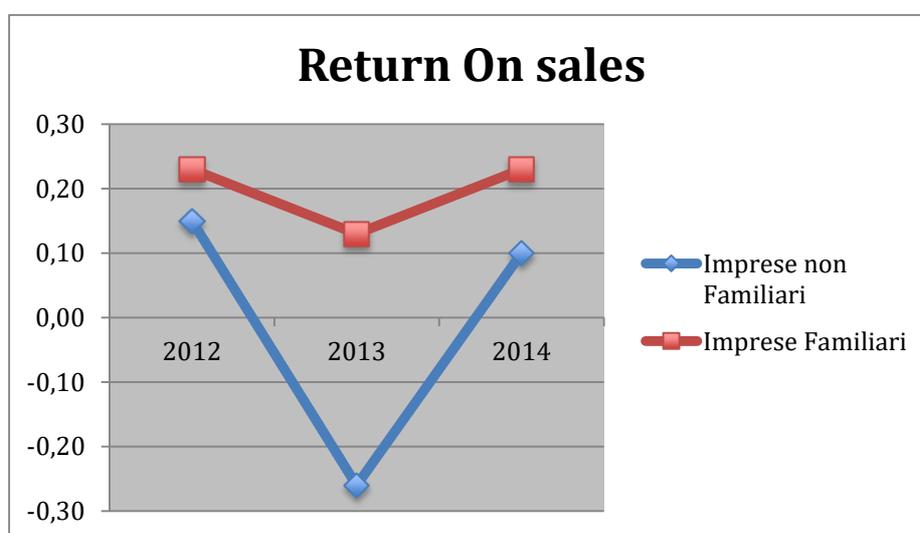


Figura 33: ROS a confronto (Grafico)<sup>79</sup>

t	ROS (F)	ROS (NF)
2012	0,23	0,15
2013	0,13	-0,26
2014	0,23	0,10

Figura 34: ROS a confronto (Tabella)<sup>80</sup>

<sup>79</sup> Elaborazione propria.

<sup>80</sup> Elaborazione propria.

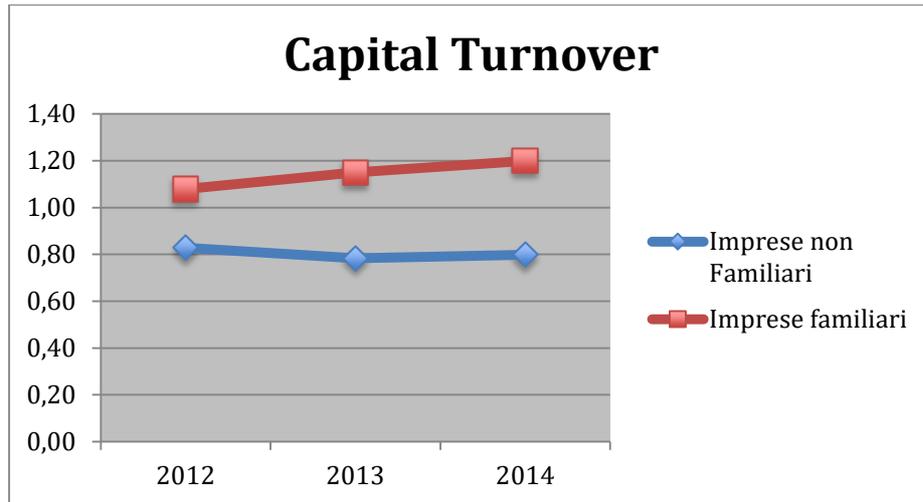


Figura 35: CT a confronto (Grafico)<sup>81</sup>

t	CT (F)	CT (NF)
2012	1,08	0,83
2013	1,15	0,78
2014	1,20	0,80

Figura 36: CT a confronto (Tabella)<sup>82</sup>

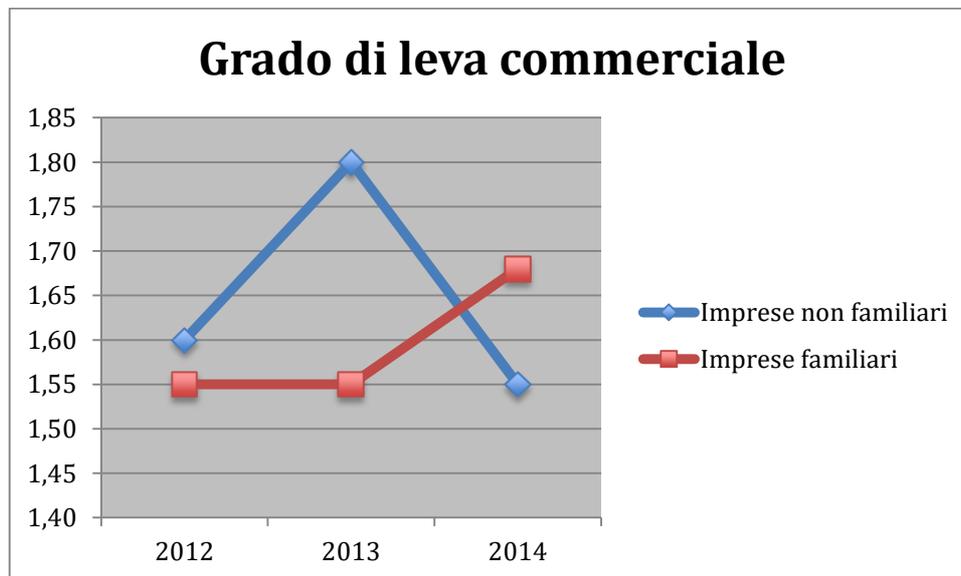


Figura 37: GLC a confronto (grafico)<sup>83</sup>

<sup>81</sup> Elaborazione propria.

<sup>82</sup> Elaborazione propria.

<sup>83</sup> Elaborazione propria.

t	GLC (F)	GLC (NF)
2012	1,55	1,60
2013	1,55	1,80
2014	1,68	1,55

**Figura 38: GLC a confronto (Tabella) <sup>84</sup>**

I grafici mostrano che il ROI medio delle imprese familiari, oltre ad essere maggiore dal punto di vista quantitativo, ha una valutazione positiva anche dal punto di vista qualitativo. Infatti, le imprese familiari possono hanno registrato una redditività delle vendite e una produttività del capitale maggiore per tutto il periodo considerato. Tuttavia una critica può essere mossa: esse sono state più produttive che redditizie, essendo il Capital Turnover maggiore del ROS.

Per quanto riguarda la leva commerciale, possiamo notare che nei tre esercizi le passività di funzionamento contribuiscono, per entrambi i campioni, in maniera positiva sul ROI. In altre parole vi è un effetto moltiplicativo positivo della leva commerciale.

---

<sup>84</sup> Elaborazione propria.

#### 4.5.3.2 Gestione extra-operativa

Il contributo della gestione extra-operativa alla redditività complessiva viene misurato attraverso il Grado di leva extra-operativa (GLEO), calcolato attraverso il confronto tra RONAnorm e ROI.

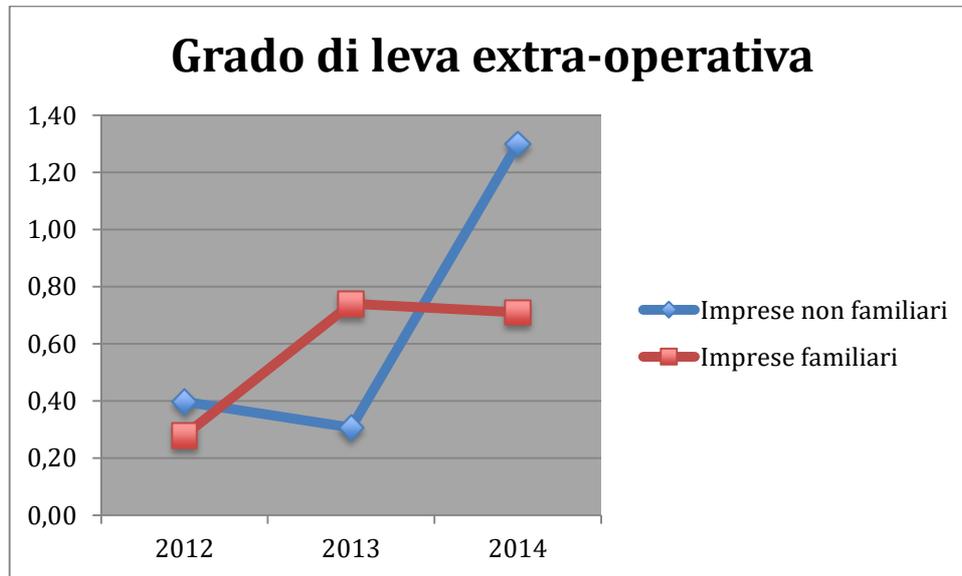


Figura 39: GLEO a confronto (Grafico)<sup>85</sup>

t	GLEO (F)	GLEO (NF)
2012	0,28	0,40
2013	0,74	0,31
2014	0,71	1,30

Figura 40: GLEO a confronto(Tabella)<sup>86</sup>

Il grafico mostra che la gestione extra-operativa dei due campioni d'impresе contribuisce in maniera negativa sulla redditività complessiva. Infatti, il GLEO risulta essere minore di 1 attestandosi tra lo 0,4 e 0,7, fatta eccezione per l'esercizio 2014 dove il campione familiare ha registrato un GLEO pari a 1,3.

<sup>85</sup> Elaborazione propria.

<sup>86</sup> Elaborazione propria.

#### 4.5.3.3 Gestione Straordinaria

Il contributo della gestione straordinaria alla redditività complessiva viene misurato attraverso il Grado di leva straordinario (GLS), calcolato attraverso il confronto tra  $RON_{Aint}$  e  $RON_{Anorm}$ .

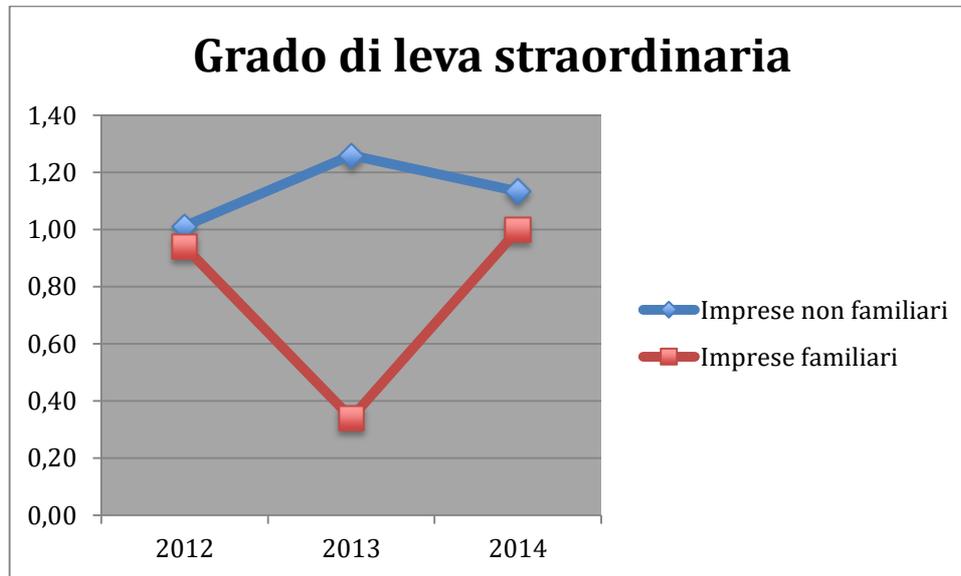


Figura 41: GLS a confronto (Grafico)<sup>87</sup>

t	GLS (F)	GLS (NF)
2012	0,94	1,01
2013	0,34	1,26
2014	1,00	1,13

Figura 42: GLS a confronto (Tabella)<sup>88</sup>

Il grafico mostra che la gestione straordinaria contribuisce in maniera diversa a seconda del campione di impresa considerato. Infatti le imprese non familiari hanno registrato un GLS compreso tra 1 e 1,13. Questo vuol dire che la gestione straordinaria, salvo per l'esercizio 2012 dove non ha generato alcun saldo, ha influenzato in maniera positiva la redditività complessiva dell'impresa.

Mentre per quanto riguarda le imprese familiari, l'area della gestione straordinaria ha generato una perdita la cui incidenza è emersa dal relativo

<sup>87</sup> Elaborazione propria.

<sup>88</sup> Elaborazione propria.

Grado di leva. Infatti quest'ultima, ad eccezione del 2014 dove l'area in esame non ha generato alcun saldo, è risultata inferiore ad uno (compresa tra lo 0,94 e 0,34).

#### 4.5.3.4 Gestione Finanziaria

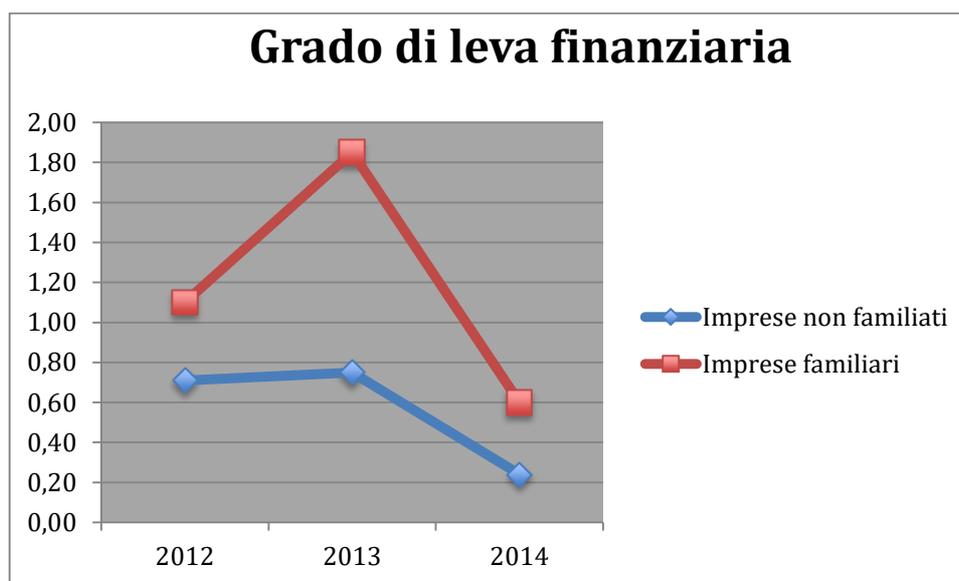


Figura 43: GLF a confronto (Grafico)<sup>89</sup>

t	GLF (F)	GLf (NF)
2012	1,10	0,71
2013	1,85	0,75
2014	0,60	0,24

Figura 44: GLF a confronto (Tabella)<sup>90</sup>

La gestione finanziaria contribuisce in maniera diversa alla redditività complessiva a seconda del campione in esame.

Le imprese familiari, negli esercizi 2012 e 2013, hanno migliorato il rendimento del capitale di rischio grazie all'indebitamento finanziario. Ciò si evince dal grado di leva finanziario maggiore di 1: nel 2012 pari a 1,1 e nel 2013 pari a 1,85. Questo è stato reso possibile perché tali imprese hanno ottenuto mezzi

<sup>89</sup> Elaborazione propria.

<sup>90</sup> Elaborazione propria.

finanziari ad un costo minore rispetto al rendimento derivante dagli investimenti effettuati. Infatti nel 2012 il costo del debito (tf) si è attestato a circa 4,87% ed il RONAint a circa 6,96%; mentre nel 2013 il costo del debito è risultato pari a 4,13% ed il RONAint 7,9%.

Nel 2014 si registra un peggioramento: la leva finanziaria, essendo minore di 1, diviene sfavorevole a causa di un aumento del costo del debito, il quale non è stato adeguatamente bilanciato da proporzionali incrementi del RONAint.

L'aumento del costo del debito è presumibilmente imputabile al fatto che l'impresa finanziando la successiva espansione degli impieghi in prevalenza con capitale di credito, ha aumentato il grado di rischio sopportato dai finanziatori i quali hanno innalzando il tasso di rendimento dei loro prestiti (tf) sino al 8,25% a fronte di un RONAint di circa 6%.

Per quanto riguarda le imprese non familiari, dal grafico si evince chiaramente la loro incapacità a sfruttare in maniera favorevole la leva del debito. Infatti in tutto il periodo considerato rendimento di tutto il capitale investito risulta essere minore del costo del debito (tf).

## 4.6 Risultati dell'analisi economica

Nei paragrafi precedenti è stata effettuata un'analisi di tipo contabile volta alla determinazione della redditività del patrimonio netto.

Ora concentriamo l'attenzione sull'analisi di tipo economica attraverso la quale andiamo a stimare la performance prospettica in relazione alle aspettative degli operatori economici.

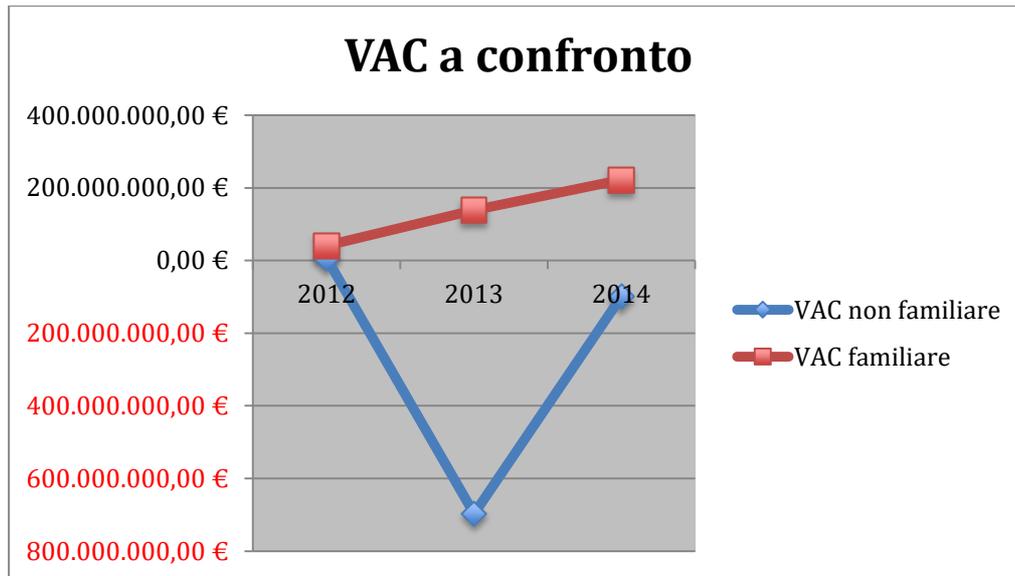


Figura 45: Vac a confronto (Grafico)<sup>91</sup>

t	VAC (F)	VAC (NF)
2012	40.968.887,59	5.822.168,08
2013	138.840.793,85	-697.028.445,02
2014	221.614.598,09	-99.170.299,93

Figura 46: Vac a confronto (Tabella)<sup>92</sup>

Dal grafico si evince chiaramente che il mercato valuta positivamente il campione delle imprese familiari. Infatti, presumendo la loro capacità di generare ricchezza futura<sup>93</sup> (sovra-reddito o reddito economico), nei tre esercizi riconosce un maggior valore rispetto a quello desumibile dai dati contabili.

<sup>91</sup> Elaborazione propria.

<sup>92</sup> Elaborazione propria.

<sup>93</sup> Ricordiamo che ho ipotizzato che le imprese in esame possano conseguire redditi economici nel tempo per un periodo di tempo illimitato.

Al fine di meglio comprendere le cause che hanno influenzato in positivo o in negativo il Vac, la seguente relazione consente di misurare separatamente le variazioni intervenute nei cosiddetti “driver di valore”<sup>94</sup>, ossia le variabili che determinano il Valore Aggiunto del Capitale.

$$\frac{Vac_2}{Vac_1} = \frac{Re_2}{Re_1} \times \frac{i_1}{i_2}^{95}$$

IMPRESSE FAMILIARI					
t	$\frac{Re_t}{Re_{t-1}}$		$\frac{i_{t-1}}{i_t}$		$\frac{Vac_t}{Vac_{t-1}}$
2013	2,31	x	1,47	=	3,39
2014	1,26	x	1,27	=	1,60

Figura 47: Variazione Driver del valore imprese familiari (Tabella)<sup>96</sup>

Per quanto riguarda le imprese familiari, il rapporto maggiore dell'unità del Valore Aggiunto del capitale implica un suo incremento rispetto agli esercizi precedenti. In particolare nel 2013 il valore è più che triplicato rispetto al 2012: da circa 41ML a circa 139ML; nel 2014 si è incrementato di un ulteriore 60% attestandosi a circa 221,5 ML.

Come si evince dalla relazione, tali variazioni positive sono imputabili ad un effetto moltiplicativo positivo sia del Reddito economico che del tasso di rendimento equo. Infatti:

- Il reddito economico nel 2013 è più che raddoppiato rispetto all'esercizio precedente: da circa 35ML a circa 80ML; nel 2014 è ulteriormente incrementato sino a circa 100ML (+27% rispetto al 2013). Tali incrementi sono imputabili al fatto che le imprese familiari hanno remunerato in maniera più che adeguata il capitale di rischio rispetto a quanto richiesto dai

<sup>94</sup> Fabrizio di Lazzaro. La Performance del valore. Pag. 143.

<sup>95</sup> Tale relazione è stata ricavata prendendo in considerazione le variazioni del Vac in due esercizi successivi ( $\frac{Vac_2}{Vac_1}$ ). Supponendo che  $Vac_1 \frac{Re_1}{i_1}$  e  $Vac_2 \frac{Re_2}{i_2}$ , otteniamo la seguente relazione  $\frac{Vac_2}{Vac_1} = \frac{Re_2}{Re_1} \times \frac{i_1}{i_2}$ .

<sup>96</sup> Elaborazione propria.

relativi finanziatori in relazione al rischio sopportato e agli investimenti simili (nel 2013 lo spread <sup>97</sup> si è attestato intorno al 4,79% e nel 2014 intorno al 6,02%).

- Il tasso di rendimento equo è diminuito sia nel 2013 sia nel 2014. Infatti nei due esercizi il rapporto  $\frac{i_{t-1}}{i_t}$  è risultato maggiore di zero, essendo  $i_{t-1} > i_t$ .

In particolare nel 2013 è stato registrato un rendimento pari a circa 5,78% (-47% rispetto al 2012); nel 2014 è ulteriormente diminuito del 27% attestandosi a circa 4,55%.

Questo implica che vi è stata una correlativa diminuzione della percezione del rischio da parte degli operatori economici.

Quindi l'aumento del Vac è una diretta conseguenza della capacità delle imprese familiari a migliorare costantemente sia il proprio reddito economico che le condizioni di rischio.

IMPRESE NON FAMILIARI					
t	$\frac{Re_t}{Re_{t-1}}$		$\frac{i_{t-1}}{i_t}$		$\frac{Vac_t}{Vac_{t-1}}$
2013	-63,96	x	1,87	x	-119,72
2014	0,60	x	0,24	x	0,14

Figura 48: Variazione Driver del valore imprese non familiari (Tabella)<sup>98</sup>

La valutazione del mercato relativamente alle imprese non familiari è tutt'altro che positiva. Infatti, il rapporto minore all'unità del Valore Aggiunto del capitale implica un suo decremento rispetto agli esercizi precedenti. In particolare nel 2013 è diminuito di circa 120 volte rispetto al valore del 2012, passando da circa 5,8 ML a circa - 600ML. Come si evince dalla relazione, la variazione negativa è imputabile al contributo negativo dato dal reddito economico, il quale è diminuito di circa 63 volte rispetto a quello dell'anno precedente (da 190ML a -12ML). La negatività del Reddito economico deriva dal fatto che le

<sup>97</sup> Ricordiamo che lo spread è la differenza tra il rendimento effettivo e il rendimento equo.

<sup>98</sup> Elaborazione propria.

imprese non-familiari hanno conseguito una remunerazione non adeguata rispetto a quanto richiesto dai finanziatori a titolo di capitale di rischio in relazione al rischio sopportato. Infatti, tali società hanno registrato un ROEn negativo pari a -7,44% a fronte della richiesta, da parte del mercato, di un ROEn di 1,75% (quindi c'è stato uno spread del -9,19%).

L'effetto negativo del Reddito economico sul Vac è stato controbilanciato dall'effetto moltiplicativo positivo del tasso di rendimento equo, il quale si è attestato a circa 1,75% (-87% rispetto al 2012).

Nonostante il tasso equo di rendimento sia aumentato nel 2014 (essendo il rapporto  $\frac{i_{2013}}{i_{2014}} < 1$ ) sino al 7,37% (+76% rispetto al 2013), la situazione è drasticamente migliorata. Infatti rispetto al 2013 la perdita è diminuita di circa 86%: da circa 600 ML a circa 99 ML. Ciò è imputabile al fatto che l'effetto sfavorevole dato dalla variazione del reddito economico è diminuito rispetto al 2013, essendo migliorata la redditività del capitale di rischio (da -7,44% a +1,97%). Tuttavia quest'ultima non è risultata adeguata a remunerare il capitale di rischio rispetto a quanto richiesto dai relativi finanziatori in relazione al rischio sopportato. Infatti lo spread, anche se migliorato rispetto al 2013, è risultato ancora negativo attestandosi a circa -5,4%.

## Conclusioni

A seguito dell'analisi condotta sulle società italiane quotate nella borsa italiana ed operanti nel settore "beni di consumo" sono state raggiunte conclusioni differenti a seconda del campione considerato.

Il giudizio riguardo l'equity performance delle imprese familiari è risultato positivo sia dal punto di vista quantitativo che dal punto di vista qualitativo. Infatti la redditività del patrimonio netto, oltre ad essere nettamente maggiore rispetto alle imprese non familiari, deriva principalmente dalla gestione operativa e finanziaria.

In particolare, il contributo positivo della gestione operativa evidenzia la capacità delle imprese a focalizzarsi sul core business. Ciò è dimostrato dalla redditività positiva delle vendite e da un elevato ritorno di tutto il capitale investito nell'area operativa. Tuttavia una critica può essere mossa: esse sono state più produttive che redditizie, essendo il CT maggiore del ROS in tutto il periodo considerato.

Il contributo positivo della gestione finanziaria evidenzia la capacità delle imprese familiari di indebitarsi ad un costo minore rispetto al rendimento derivante dagli investimenti effettuati.

Il giudizio è risultato positivo anche in relazione alla performance prospettica. Infatti l'analisi economica ha evidenziato come il mercato, presumendo la capacità di generare ricchezza futura (sovra-reddito o reddito economico), riconosce un maggior valore rispetto a quello desumibile dai dati contabili, il quale è più che quintuplicato rispetto al 2012, passando da circa 40 ML a circa 220ML. Tale variazione positiva è la diretta conseguenza dell'incremento del reddito economico e del decremento del tasso di rendimento equo, i quali hanno avuto un effetto moltiplicativo positivo sul Vac. L'incremento del primo è imputabile al fatto che le imprese familiari sono riuscite a remunerare in maniera più che adeguata il capitale di rischio rispetto a quanto richiesto dai relativi finanziatori in relazione al rischio sopportato e agli investimenti similari (nel 2013 lo spread<sup>99</sup> si è attestato intorno al 4,79% e nel 2014 intorno al

---

<sup>99</sup> Ricordiamo che lo spread è la differenza tra il rendimento effettivo e il rendimento equo.

6,02%); il decremento del secondo è frutto della diminuzione della percezione del rischio da parte degli operatori economici.

Il giudizio riguardo il campione di imprese non familiari è tutt'altro che positivo: la redditività del patrimonio netto, oltre ad essere minore in termini quantitativi, ha una valutazione negativa anche dal punto di vista qualitativo. Ciò è dimostrato dal fatto che la redditività complessiva non è prevalentemente imputabile alla gestione operativa, in un contesto caratterizzato da una bassa redditività delle vendite ed un elevato utilizzo della leva commerciale. Ad esempio nel 2013, nonostante sia stata registrata una redditività delle vendite negativa (- 26%), è stato conseguito un valore positivo del ROI (23%) grazie al contributo determinate delle passività commerciali.

Anche la gestione finanziaria ha contribuito negativamente al rendimento del capitale di rischio, non essendo stata sfruttata in maniera favorevole la leva del debito. Ciò in quanto il rendimento di tutto il capitale investito è risultato minore del costo del debito (tf). Inoltre quest'ultimo, nel corso dei tre esercizi è aumentato di circa 3 punti percentuali, passando da circa 5,5% a circa 8,5%. La ragione di tale aumento è presumibilmente imputabile al fatto che l'impresa, finanziando la successiva espansione degli impieghi in prevalenza con capitale di credito, ha aumentato il grado di rischio sopportato dai finanziatori i quali hanno innalzando il tasso di rendimento dei loro prestiti. Infatti l'indebitamento, rispetto al 2012, è aumentato di circa il 49% passando da circa 55,5 ML a circa 81 ML

Tuttavia ritengo evidenziare che le conseguenze negative derivanti dall'area finanziaria sono state relativamente mascherate dal contributo positivo della gestione straordinaria, con la conseguenza che è stata alterata (in positivo) la capacità segnaletica del ROEn. Infatti qualora ipotizzassimo nullo il saldo della gestione straordinaria, il differenziale "negativo" tra rendimento e costo sarebbe stato maggiore con un correlativo peggioramento della grado di leva (normalizzata) e soprattutto del ROEn.

Il giudizio è stato negativo anche relativamente alla performance prospettica. L'analisi economica ha rilevato l'incapacità delle imprese non-familiari a

generare ricchezza futura. Infatti, il mercato da una valutazione negativa riconoscendo un minor valore rispetto a quello desumibile dal bilancio. La causa è imputabile principalmente al risultato negativo del reddito economico, il quale deriva dal fatto che le imprese non-familiari hanno conseguito una remunerazione non adeguata rispetto a quanto richiesto dai finanziatori a titolo di capitale di rischio in relazione al rischio sopportato.

Prima di concludere, vorrei sottolineare che lo scopo di tale tesi non è diretto ad evidenziare la superiorità, in termini di performance, delle imprese familiari. Ciò in quanto l'analisi ha ad oggetto solo le imprese italiane quotate nella borsa italiana ed è stata condotta limitatamente ad uno specifico settore, prendendo in considerazione solo circa il 16% di tutte le società quotate italiane (43 società su 279<sup>100</sup>).

Infine, volevo mettere in evidenza il raggiungimento di un importante obiettivo, una sorte di "sfida" vinta fatta con me stesso: l'essere stato in grado di formulare un giudizio, sia esso positivo o negativo, riguardo la performance di un'impresa. Ciò è stato reso possibile grazie all'aver saputo mettere in pratica alcune competenze, acquisite durante il mio percorso di studi, relative principalmente all'analisi di bilancio. Tra queste volevo sottolineare quella relativa alla riclassificazione del bilancio d'esercizio, operazione indispensabile alla determinazione degli indicatori strumentali all'analisi effettuata.

---

<sup>100</sup> Fonte: AIDA

## Bibliografia

- Anderson r.c., Reeb d.m. Founding-family ownership and family performance: evidence from the s&p 500", the journal of finance, 2003.
- Amy j. Hillman and gerald d. keim. Shareholder value, stakeholder management, and social issues: what's the bottom line.
- Barontini Roberto, Caprio Lorenzo. The effect of family control on firm value and performance: evidence from continental Europe.
- Belen Villalonga, Raphael amit. How do family ownership, control and management affect firm value?
- Belén Villalonga, Raphael Amit, María-Andrea Trujillo, Alexander Guzmán. Governance of Family Firms.
- Chandler. The visible hand.
- Brian f. smith, Ben Amoako-Adu. Management succession and financial performance of family controlled firms.
- Brian Distelberg, Ritch L. Sorenson Updating Systems Concepts in Family Businesses. A Focus on Values, Resource Flows, and Adaptability, Family Business Review
- Beckhard R. & Dyer W. (1983). Managing continuity in family-owned business value added (EVA): an analysis of market reaction.
- Carlo Caramiello, Fabrizio di Lazzaro, Giovanni Fiore. Indici di bilancio. Strumenti per l'analisi della gestione aziendale.
- Catherine m. daily, Dan R. Dalton. The relationship between governance structure and corporate performance in entrepreneurial firms.
- Cucculelli Marco, Giacinto Micucci. Family succession and firm performance: evidence from italian family firms.
- Danny miller, Isabelle le Breton-Miller, Richard H. Lester, Albert A. Cannella Jr. Are family firms really superior performers?
- Davis, P., & Harveston, P. (1999). In the founder's shadow: Conflict in the family firm, Family Business Review.
- European foundation for the improvement of living and working conditions, 2002. Family businesses: do they perform better?

European Commission. Final report of the expert group, overview of family business relevant issues: research, networks, policy mauser and existing studio, (pag. 10).

Fabrizio di Lazzaro. La Performance del Valore per l'analisi aziendale.

Francesco Chirico, Mattias Nordqvist, Gianluca Colombo, and Edoardo Mollona. Simulating Dynamic Capabilities and Value Creation in Family Firms: Is Paternalism an "Asset" or a "Liability"? family business review.

Francesco Chirico, Mattias Nordqvist. Dynamic capabilities and trans-generational value creation in family firms: The role of organizational culture.

Gerardino Metallo. Finanza Sistemica per l'impresa.

Guido Corbetta, Alessandro Minichilli, Fabio Quarato. Osservatorio AUB 2014.

Guido Corbetta, Daniela Montemerlo. The role of family in family business.

Guido Corbetta, Le aziende Familiari, Egea, 2010.

Handler W.C. (1989). Methodological Issues and Considerations in Studying Family Business. Family business review, vol. 2, n. 3, pagg. 257-276.

Holderness, Clifford G. C., Dennis P. Sheehan (1988), The role of majority shareholders in publicly held corporations, *Journal of Financial Economics*.

Iain Clacher, David Hillier, Patrick McColgan, Agency theory: incomplete contracting and ownership structure.

International Family Enterprise Research Academy (IFERA), Family Businesses Dominate.

Jess H. Chua, James J. Chrisman, Pramodita Sharma, Defining the Family Business by Behavior (1999).

Jim Lee family. Firm performance: further evidence.

José López-Gracia, Sonia Sánchez-Andújar. Financial structure of the family business: evidence from a group of small spanish firm.

Joseph H. Astrachan, kennesaw and Thomas Zellweger. Performance of family firms: a literature review and guidance for future research.

Joseph H. Astrachan, Sabine B. Klein, Kosmas X. Smyrniotis, The F-PEC Scale of Family Influence: A Proposal for Solving the Family Business Definition Problem.

- Julie C. Dekker, Nadine Lybaert, Tensie Steijvers, Benoît Depaire and Roger Mercken, Family Firm Types Based on the Professionalization Construct: Exploratory Research, *Family Firm Review*.
- Justin Craig, Ken Moores, Balanced Scorecards to Drive the Strategic Planning of Family Firms.
- Linda M. Lovata\* and Michael L. Costigan, Empirical analysis of adopters of economic value added;
- Lucia Naldi, Mattias Nordqvist, Karin Jöberg, Johan Wiklund. Entrepreneurial orientation, risk taking, and performance in family firms.
- Maury, b., 2006. Family ownership and firm performance: empirical evidence from western european corporations, *journal of corporate finance*, pp. 321-341.
- Michal H. Morris, Roy O. Williams, Jeffrey A. Allen, Ramon A. Avila. Correlates of success in family business transition.
- Miguel A. Gallo, Alvaro Vilacesca. A financial performance on structure, conduct, and performance in the family firm: a empirical study.
- Morten Bennedsen, Kasper M., Nielsen Francisco, Pérez-González, Daniel Wolfenzon. Inside the family firm: the role of families in succession decisions and performance.
- Paolo di Toma, Stefano Montanari, Corporate governance e rinnovamento strategico nelle imprese familiari, FrancoAngeli.
- Pietro Mazzola, Salvatore Sciascia, Franz W. Kellermanns. Non-linear effects of family sources of power on performance.
- Rapporto Unioncamere 2014. Imprese, comunità e creazione di valore.
- Renato Tagiuri, John Davis. Bivalent Attributes of the Family Firm.
- Robert S. Kaplan and David P. Norton. Transforming the Balanced Scorecard from Performance Measurement to Strategic Management: Part I;
- Ronald C. Andersona, Sattar A. Mansib, and David M. Reeba, Founding Family Ownership and the Agency Cost of Debt.
- W. Gibb Dyer, Jr. Examining the “family effect” on firm performance.
- Smyrnios, K.X., Tanewski G.A., Romano, C.A., 1998. Development of a measure of the characteristics of family business, *family business review*.

Sindhuja P N, Performance and Value Creation: Family Managed Business Versus Non-Family Managed Business.

Simon Bartholomeusz and George A. Tanewski, The Relationship between Family Firms and Corporate Governance.

Vincent Molly, Eddy Laveren, Marc Deloof . Family business succession and its impact on financial structure and performance.

## Sitografia

<http://www.ilsole24ore.com>

<https://it.finance.yahoo.com>

<http://www.borsaitaliana.it>

<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar>

<http://www.consob.it>

<https://aida.bvdinfo.com>

## Indice delle figure

Figura 1: incidenza del fenomeno familiare in Europa .....	8
Figura 2: Quota percentuale di addetti nelle imprese familiari sul totale di famiglia .....	9
Figura 3: Percentuale di aziende familiari in Europa.....	9
Figura 4: Tipologie di imprese familiari .....	16
Figura 5: Determinanti della performance familiare .....	35
Figura 6: Prospettive della BSC.....	37
Figura 7: La BSC applicata al family business .....	39
Figura 8: I driver del valore.....	41
Figura 9: Confronto di performance tra generazioni .....	44
Figura 10: Determinanti della performance .....	48
Figura 11: Performance in termini di crescita.....	50
Figura 12: Performance in termini di redditività operativa.....	51
Figura 13: Relazione tra ROE e inserimento nel CDA di un leader familiare.....	52
Figura 14: Confronto di performance tra generazioni.....	53
Figura 15: Rapporto di indebitamento nelle aziende familiari e non.....	55
Figura 16: Performance in termini di redditività del patrimonio netto .....	56
Figura 17: Determinanti della redditività per gli azionisti .....	57
Figura 18: scomposizione del ROI .....	59
Figura 19: Scomposizione del Grado di Leva Finanziario .....	63
Figura 20: ROE scomposto .....	64
Figura 21: FTSE beni di consumo (Grafico).....	70
Figura 22: Capitale detenuto dalla famiglia (Grafico).....	71
Figura 23: familiari coinvolti nella gestione (Grafico).....	71
Figura 24: ROEn Imprese familiari (Grafico) .....	77
Figura 25: ROEn imprese familiari (tabella).....	78
Figura 26: ROEn imprese non-familiari (Grafico).....	79
Figura 27: ROEn imprese non-familiari (Tabella).....	79
Figura 28: ROEn a confronto (Grafico) .....	80
Figura 29: ROEn a confronto (tabella) .....	81

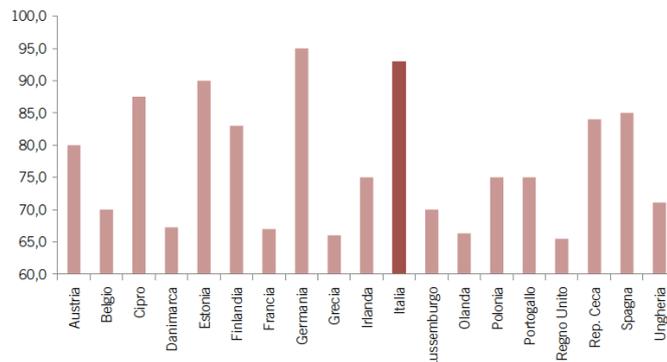
Figura 30: ROEn scomposto imprese familiari (Tabella) .....	82
Figura 31: ROEn scomposto imprese non-familiari (Tabella).....	82
Figura 32: ROI a confronto (Tabella).....	83
Figura 33: ROS a confronto (Grafico) .....	84
Figura 34: ROS a confronto (Tabella).....	84
Figura 35: CT a confronto (Grafico) .....	85
Figura 36: CT a confronto (Tabella) .....	85
Figura 37: GLC a confronto (grafico) .....	85
Figura 38: GLC a confronto (Tabella) .....	86
Figura 39: GLEO a confronto (Grafico).....	87
Figura 40: GLEO a confronto(Tabella) .....	87
Figura 41: GLS a confronto (Grafico) .....	88
Figura 42: GLS a confronto (Tabella).....	88
Figura 43: GLF a confronto (Grafico).....	89
Figura 44: GLF a confronto (Tabella).....	89
Figura 45: Vac a confronto (Grafico).....	91
Figura 46: Vac a confronto (Tabella) .....	91
Figura 47 :Variazione Driver del valore imprese familiari (Tabella).....	92
Figura 48:Variazione Driver del valore imprese non familiari (Tabella).....	93

## Riassunto

Uno dei temi più affrontati nel campo della ricerca sulla finanza aziendale riguarda l'influenza della Governance sulla Performance aziendale. All'interno di questa ricerca, molti studiosi hanno posto la loro attenzione sulla proprietà concentrata tipica dell'impresa familiare e di come essa influenzi la performance aziendale. A riguardo non vi sono mai state opinioni univoche: alcuni studi hanno evidenziato come la proprietà familiare abbia influenzato in positivo la performance dell'impresa; altri, invece, mostrano come essa abbia avuto un effetto negativo.

Sulla base di tali premesse, il presente lavoro si pone l'obiettivo di andare ad indagare sulla performance di tutte le imprese italiane quotate nella borsa italiana appartenenti al settore "beni di consumo". Più precisamente, l'evidenza empirica è volta a verificare se le imprese familiari appartenenti al settore in esame, nel triennio 2012-2014, abbiano conseguito performance (contabili ed economiche) migliori/peggiori rispetto alle imprese non-familiari.

*Perché l'impresa familiare italiana?* Essa occupa un ruolo di primaria importanza nella vita economica e sociale del nostro paese. Infatti dal Rapporto Unioncamere 2014 (Imprese, comunità e creazione di valore) si evince che l'Italia, dopo la Germania, è il paese con la più alta incidenza del fenomeno familiare attestandosi intorno al 93%.

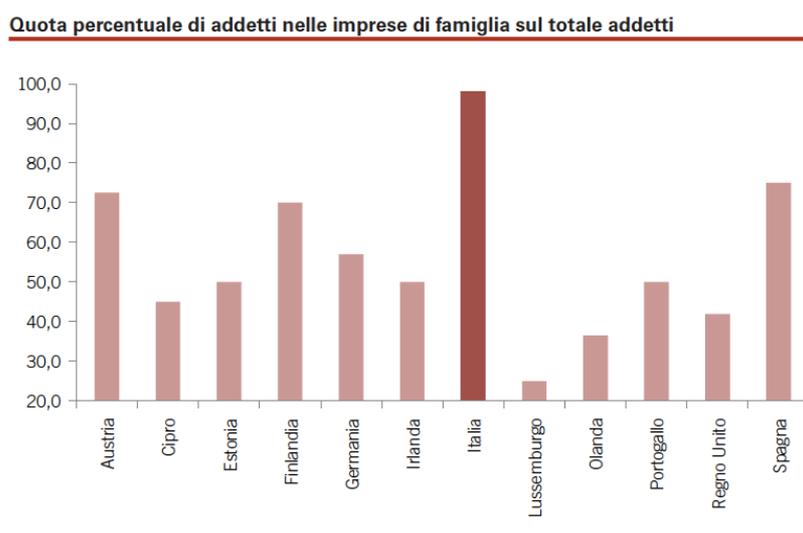


**Figura 1: incidenza fenomeno familiare in Europa<sup>101</sup>**

<sup>101</sup> Rapporto Unioncamere 2014. Imprese, comunità e creazione di valore.

L'importanza del *family business* è dimostrata anche prendendo in considerazione l'incidenza degli addetti familiari rispetto agli addetti totali.

Tra i 12 paesi sui quali è stata condotta l'indagine<sup>102</sup>, l'Italia è il paese in assoluto con l'incidenza più elevata: il 90% degli addetti totali sono inerenti all'impresa familiare.



**Figura 2: Quota percentuale di addetti nelle imprese di famiglia sul totale addetti<sup>103</sup>**

Prima di addentrare nel merito dell'analisi, risulta necessario individuare l'oggetto su cui essa si è fondata. In particolare, è stata svolta sulle società quotate nella borsa italiana operanti nel settore "beni di consumo" costituito da 43 società. Da queste sono state escluse le società non italiane e quelle in fallimento, essendo gli ultimi bilanci non redatti secondo il principio della continuità aziendale<sup>104</sup>.

Pertanto, delle 43 società, ne sono state selezionate 35 le quali sono state suddivise in due cluster il cui elemento discriminatorio è stato individuato nella "proprietà familiare".

A questo punto risulta necessario capire quando una data impresa possa essere qualificata familiare e che quindi sia suscettibile di essere ricompresa nel campione.

<sup>102</sup> Rapporto Unioncamere 2014. Imprese, comunità e creazione di valore.

<sup>103</sup> Rapporto Unioncamere 2014. Imprese, comunità e creazione di valore.

Non vi sono state mai opinioni univoche circa la qualificazione di impresa familiare. Infatti in letteratura sono rinvenibili numerosissime definizioni, con la conseguenza che i relativi studi hanno utilizzato *differenti definizioni di “impresa familiare”*. Ciò ovviamente ha inciso sui risultati delle evidenze empiriche, in quanto alcune hanno incluso nel campione oggetto di indagine imprese che altre, avvalendosi di altre definizioni, hanno escluso.

*In questa sede è stata presa in considerazione la definizione di impresa familiare diffusa dal Family Business Group, organo costituito dalla Commissione Europea.*

Secondo tale definizione non è necessario che la famiglia posseda la totalità del capitale sociale: nelle società non quotate è sufficiente la maggioranza delle azioni in modo tale che il potere decisionale sia incentrato nel soggetto che ha fondato l'azienda o ha acquistato il capitale sociale della società (mentre nelle società quotate è richiesto una percentuale del 25%); inoltre è richiesto il coinvolgimento nella gestione di almeno un membro della famiglia; infine si precisa che il controllo può essere sia diretto che indiretto tramite *Holding* o altri strumenti.

Sulla base di tale definizione ho proceduto alla costruzione dei due campioni d'impreses i quali sono stati ottenuti attraverso un esame dettagliato dell'azionariato di ciascuna società italiana quotata nella borsa italiana facente parte del settore “beni di consumo”. A tal fine mi sono avvalso delle seguenti fonti:

- *Database della Borsa italiana*<sup>105</sup> attraverso il quale sono state individuate tutte le società del FTSE “Beni di Consumo”;
- *Database AIDA* attraverso il quale sono state selezionate le sole società Italiane del FTSE “beni di Consumo” e individuate, attraverso le informazioni sugli assetti proprietari, le imprese familiari.

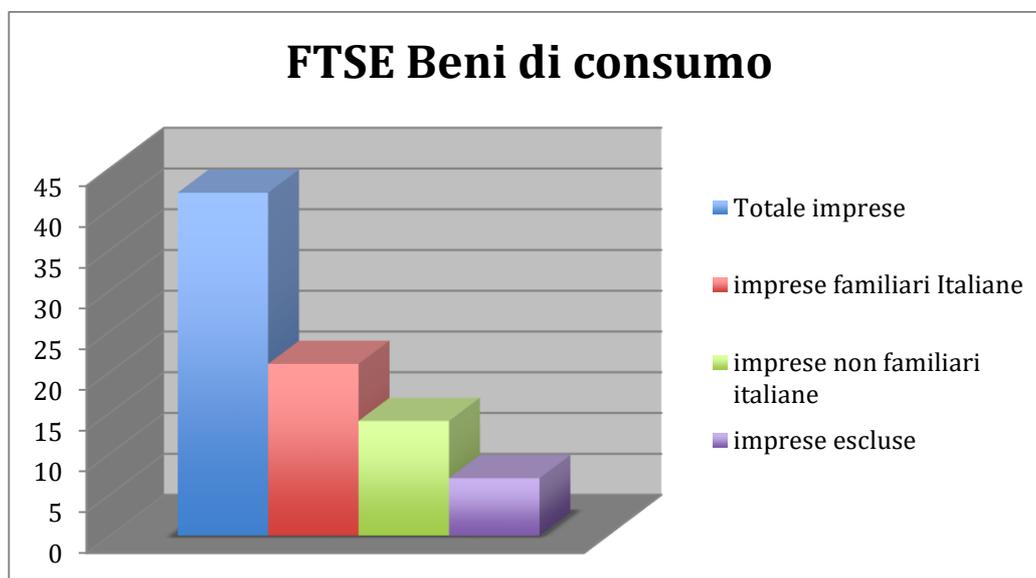
Il primo campione è costituito da 21 società che, secondo la definizione diffusa dal family business Group, possono essere qualificate imprese familiari.

Il secondo campione è costituito dalle restanti, ovvero 14 società non familiari. Esse infatti non soddisfano i due requisiti dettati dal family business group:

---

<sup>105</sup> [www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it)

coinvolgimento di almeno un membro familiare nella gestione e percentuale del capitale pari al 25% detenuta dai familiari.



L'analisi è stata sviluppata prendendo in considerazione sia l'aspetto contabile sia quello economico.

Il motivo di tale scelta risiede nel fatto che l'analisi contabile non consente di esplicitare in maniera corretta la ricchezza effettivamente creata da un'impresa in un determinato lasso temporale, dovendo fare i conti con una serie di limiti. In primo luogo è orientata al "breve periodo" e, focalizzando sui risultati relativi ad "azioni passate", non consente di valutare la capacità di un'impresa a generare flussi economici positivi futuri. In secondo luogo non prende in considerazione un aspetto di cruciale importanza: *"la componente rischio"*; infatti a parità di valori contabili, un aumento delle condizioni di rischio dell'impresa comporta una diminuzione del valore di mercato di quest'ultima.

L'analisi economica consente di colmare tali limiti. Essa infatti, si incentra sul concetto di "valore", il quale si focalizza sulla ricchezza potenziale che l'impresa è in grado di generare in futuro. In particolare, la gestione orientata al valore prende in considerazione il valore di mercato del capitale, considerato un asset fondamentale da preservare e accrescere nel tempo<sup>106</sup>. Esso infatti, rispetto al passato, in cui veniva misurato solo nel caso di eventi eccezionali (quali ad

---

<sup>106</sup> Fabrizio di Lazzaro. La Performance del Valore per l'analisi aziendale.

esempio fusioni, scissioni e cessioni aziendali), è divenuto una principale misura di performance aziendale.

Per quanto riguarda L'ASPETTO CONTABILE, è stato analizzato l'equity performance dei due campioni oggetto d'indagine. Ciò per i seguenti motivi: in primis perché in essa confluiscono gli effetti positivi o negativi delle diverse aree della gestione aziendale. Quindi indirettamente si è andata ad analizzare anche la performance della gestione aziendale complessiva. Inoltre, essendo l'obiettivo ultimo dell'impresa la creazione di valore per i propri azionisti, risulta necessario remunerarli adeguatamente al fine di attrarre capitale nell'impresa stessa.

L'indicatore strumentale a tale tipologia di indagine è il ROE<sup>107</sup>. Infatti misurando il rendimento, in termini percentuali, dell'investimento effettuato dagli azionisti in una data società, consente agli operatori economici di valutare la convenienza a investire mezzi monetari, a titolo di capitale di rischio, in una data impresa piuttosto che in un'altra.

$$ROE_n = \frac{RN}{CN}$$

Le variabili strumentali alla determinazione della redditività del patrimonio netto le ho ricavate dal bilancio d'esercizio, opportunamente riclassificato, di ciascuna società costituente il rispettivo campione.

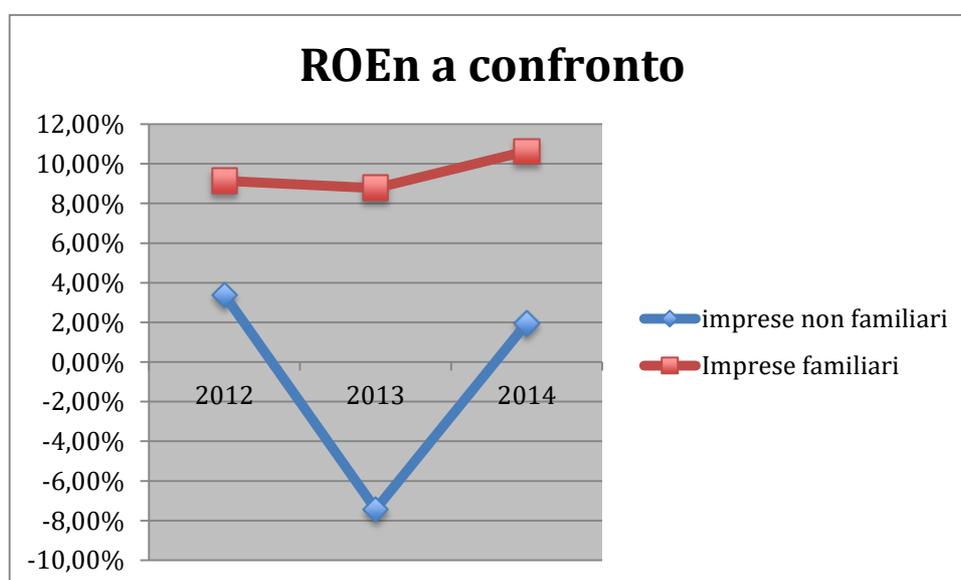
Più precisamente il Conto Economico è stato riclassificato sulla base del criterio di "pertinenza gestionale" attraverso il quale la gestione è stata suddivisa in gruppi di operazioni omogenee (Area operativa; area extra-operativa; area finanziaria; area straordinaria). Solo in questo modo risulta agevole comprendere la provenienza della redditività positiva o negativa dell'impresa.

---

<sup>107</sup> È utile distinguere il ROE netto dal ROE lordo. La differenza risiede nel fatto che il secondo non è depurato dagli oneri tributari, essendo calcolato prendendo in considerazione al numeratore il Reddito lordo. In questa sede ho preso in considerazione il Reddito netto essendo la mia indagine concentrata su imprese soggette alla stessa tassazione.

Lo stesso criterio di riclassifica è stato utilizzato per lo Stato Patrimoniale. Ciò risulta fondamentale ai fini dell'analisi di redditività, dove è necessario confrontare opportuni flussi di reddito ad omogenei e coerenti stock di capitale, al fine di ottenere il tasso di rendimento del capitale impiegato.

Successivamente alla determinazione del ROEn, sono stati messi a confronto i due campioni con l'obiettivo di evidenziare quello che in media ha registrato una maggiore redditività del patrimonio netto.



ROEn	2012	2013	2014
<b>Media (nf)</b>	<b>3,40%</b>	<b>-7,44%</b>	<b>1,96%</b>
<b>Media (f)</b>	<b>9,14%</b>	<b>8,78%</b>	<b>9,19%</b>

Dal grafico si nota chiaramente che, per tutto il periodo considerato (2012-2014), il valore del ROEn relativo al campione delle imprese familiari è, in media, nettamente più alto attestandosi intorno al 9%.

Le imprese non familiari nel 2012 hanno conseguito una redditività media di circa 3%. La situazione è drasticamente peggiorata nell'esercizio successivo dove è stata registrata una redditività negativa pari a circa -7,5%.

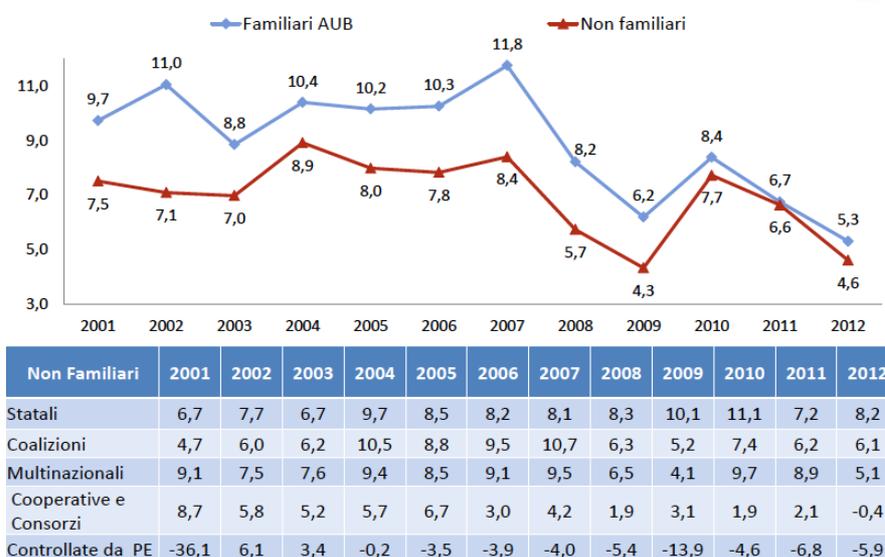
Bisogna sottolineare che tale valor medio è stato fortemente influenzato dal ROE negativo di una società, pari a circa -142%. La suddetta società, infatti, ha

chiuso l'esercizio con una forte perdita di circa 24ML, la quale ha superato nettamente il valore del patrimonio netto. Quest'ultimo infatti ammontava a circa 18 ML.

Nel 2014 la situazione è migliorata: il ROE è aumentato di 8 punti percentuali attestandosi a circa il 2%.

*Questi dati evidenziano un'importante informazione: le società familiari FTSE Italia beni al Consumo nel triennio considerato (2012-2014) presentano, in media, una maggiore redditività dei mezzi propri rispetto alle società non familiari appartenenti allo stesso settore.*

I risultati di tale analisi risultano in linea con l'evidenza empirica condotta nel 2014 dall'osservatorio AUB, il quale ha messo a confronto la redditività del Patrimonio netto di un campione di aziende familiari con quella di un campione di aziende non familiari. Il risultato che ne è derivato è stato che il ROE del primo campione era maggiore per tutto il periodo considerato.



Tuttavia, bisogna sottolineare che tale confronto risulta essere parziale, in quanto ci si è limitati ad effettuare un'analisi "quantitativa" tesa ad evidenziare il campione che ha registrato una maggiore redditività del patrimonio netto. Infatti tale analisi non è di per se sufficiente ai fini del giudizio sulla qualità del miglioramento stesso, in quanto non vengono esplicitate le relative cause.



La figura evidenzia che nel risultato del ROE confluiscono gli effetti positivi o negativi delle singole aree che compongono la gestione aziendale complessiva, ossia dalla:

- *Gestione operativa* nella quale sono ricomprese tutte le operazioni relative all'attività tipica dell'azienda, quale produzione o commercializzazione di beni e servizi. Il relativo indicatore di redditività è il ROI.
- *Gestione extra-operativa* che ricomprende tutte le attività collaterali a quelle operative (ad esempio gestione patrimoniale, gestione della liquidità, gestione delle partecipazioni). L'indicatore che prende in considerazione anche la redditività della gestione extra-caratteristica è il RONA normalizzato. Il contributo di tale gestione alla redditività complessiva viene espresso dal Grado di leva extra-operativo (GLEO) che viene calcolato mettendo a confronto ROI e RONA<sub>norm</sub>.
- *Gestione finanziaria* che fa riferimento a tutte le operazioni riguardanti il finanziamento dell'attività operativa ed extra-operativa. Il suo contributo viene espresso dal Grado di leva finanziaria (GLF) e viene calcolato attraverso il rapporto  $\frac{ROEI}{RONA_{int}}$ .
- *Gestione straordinaria* che ricomprende tutti gli eventi che, per natura, per dimensione, per errori di competenza economica, sono straordinari. L'indicatore che ricomprende, oltre la redditività operativa ed extra-operativa, anche quella relativa alla gestione extra-caratteristica è il RONA integrale (RONA<sub>int</sub>). Il contributo di tale gestione alla redditività complessiva viene espressa dal Grado di leva straordinaria (GLS) che viene calcolato mettendo a confronto RONA<sub>norm</sub> e RONA<sub>int</sub>.

Pertanto, un conto è che tale miglioramento è frutto del contributo della gestione operativa, un altro è se esso derivi dalla gestione extra-operativa o da un evento straordinario.

Dunque al fine di effettuare un'analisi più accurata della gestione complessiva aziendale risulta necessario integrare l'analisi "quantitativa" con una di tipo "qualitativa" volta ad esplicitare il contributo positivo o negativo delle diverse aree aziendali.

Di seguito ho scomposto il ROEn nelle sue singole componenti evidenziando, per ciascun campione, i relativi risultati.

$$ROEn = ROI^{108} \times GLEO \times GLS \times GLF \times (1 - a)$$

$$ROEn = ROS \times CT \times GLC \times GLEO \times GLS \times GLF \times (1 - a)$$

$$ROEn = \frac{RO}{V} \times \frac{V}{CIOT} \times \frac{CIOT}{CION} \times \frac{RONAn}{ROI} \times \frac{ROEl}{RONAint} \times (1 - a)$$

IMPRESE FAMILIARI															
t	ROS		CT		GLC		GLEO		GLS		GLF		1-a		ROEn
2014	0,23	X	1,20	X	1,68	X	0,71	X	1,00	X	0,60	X	0,54	=	10,57%
2013	0,13	X	1,15	X	1,55	X	0,74	X	0,34	X	1,85	X	0,79	=	8,79%
2012	0,23	X	1,08	X	1,55	X	0,28	X	0,94	X	1,10	X	0,85	=	9,14%

<sup>108</sup> Al fine di comprendere meglio le cause della redditività relativa alla gestione operativa (ROI) è utile esplicitare le sue diverse componenti, ossia la redditività proveniente dalle vendite (ROS) la produttività del capitale (CT) investito e la leva commerciale (GLC).

Bisogna sottolineare che il Capitale investito (CI) ottenuto dallo Stato patrimoniale riclassificato è al netto delle passività commerciali, le quali hanno un effetto negativo sul CI e correlativamente un effetto positivo sul ROI (infatti nella formula del ROI, il CI è al denominatore).

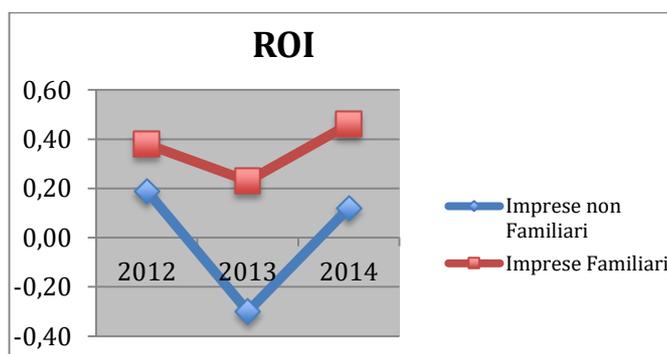
Il giudizio di due imprese, a parità di ROI, risulterà diverso a seconda se il ROI è influenzato prevalentemente dalla Redditività operativa o dal Grado di leva commerciale, ossia alla capacità dell'impresa a sfruttare le passività commerciali.

IMPRESE NON FAMILIARI															
t	ROS		CT		GLC		GLEO		GLS		GLF		1-a		ROEn
2014	0,10	X	0,80	X	1,55	X	1,30	X	1,13	X	0,24	X	0,45	=	1,97%
2013	-0,26	X	0,78	X	1,80	X	0,31	X	1,26	X	0,75	X	0,70	=	-7,44%
2012	0,15	X	0,83	X	1,60	X	0,40	X	1,01	X	0,71	X	0,60	=	3,41%

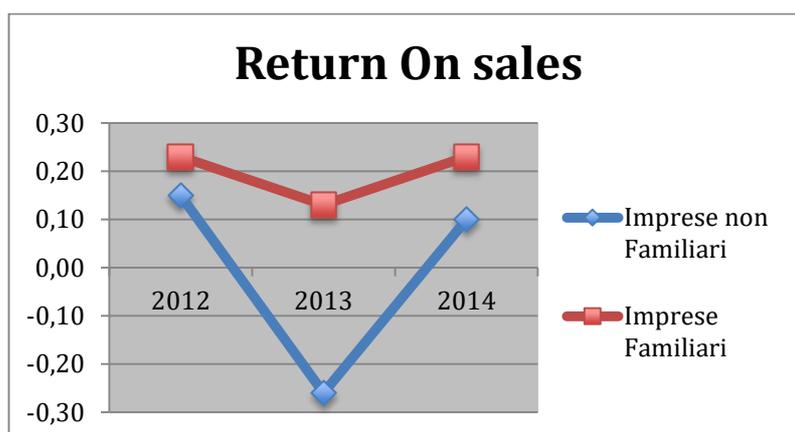
Successivamente sono state analizzate nel dettaglio le singole aree della gestione aziendale, ponendo in essere un'analisi di tipo comparativa dei campioni d'impresе oggetto d'indagine.

**1) La redditività media della gestione operativa (ROI) delle imprese familiari,** oltre ad essere maggiore dal punto di vista quantitativo, ha una valutazione positiva anche dal punto di vista qualitativo. Infatti le imprese familiari hanno registrato una redditività delle vendite e una produttività del capitale maggiore per tutto il periodo considerato. Tuttavia una critica può essere mossa: esse sono state più produttive che redditizie, essendo il Capital Turnover maggiore del ROS. Per quanto riguarda la leva commerciale, possiamo notare che nei 3 esercizi le passività di funzionamento contribuiscono, per entrambi i campioni, in maniera positiva sul ROI. In altre parole vi è un effetto moltiplicativo positivo della leva commerciale.

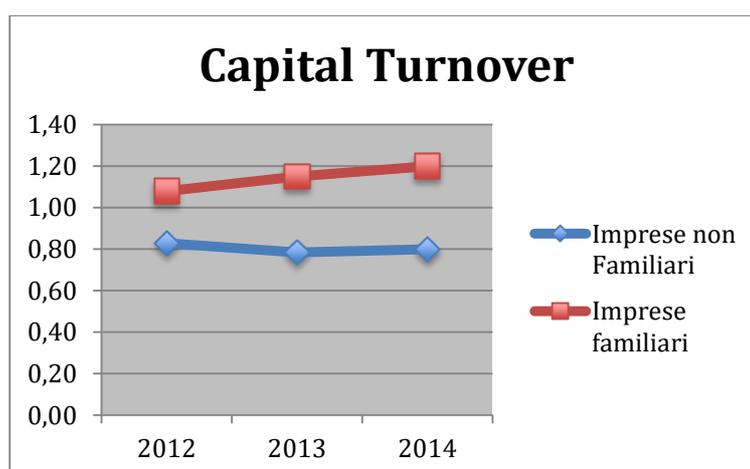
I grafici seguenti mostrano quanto detto.



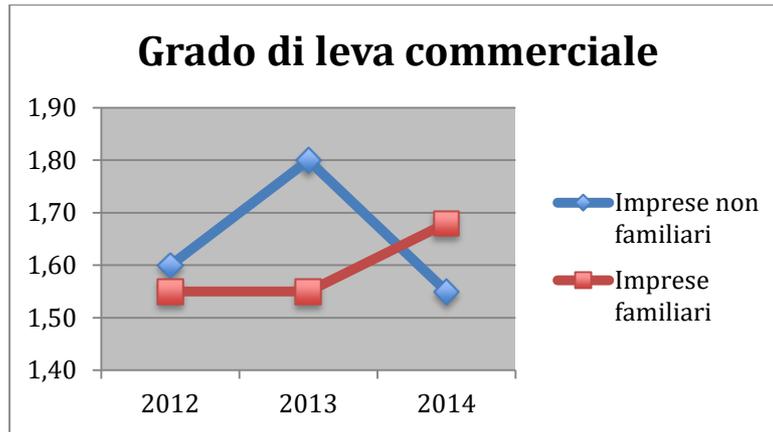
t	ROI (F)	ROI (NF)
2012	0,38	0,19
2013	0,23	-0,30
2014	0,46	0,12



t	ROS (F)	ROS (NF)
2012	0,23	0,15
2013	0,13	-0,26
2014	0,23	0,10

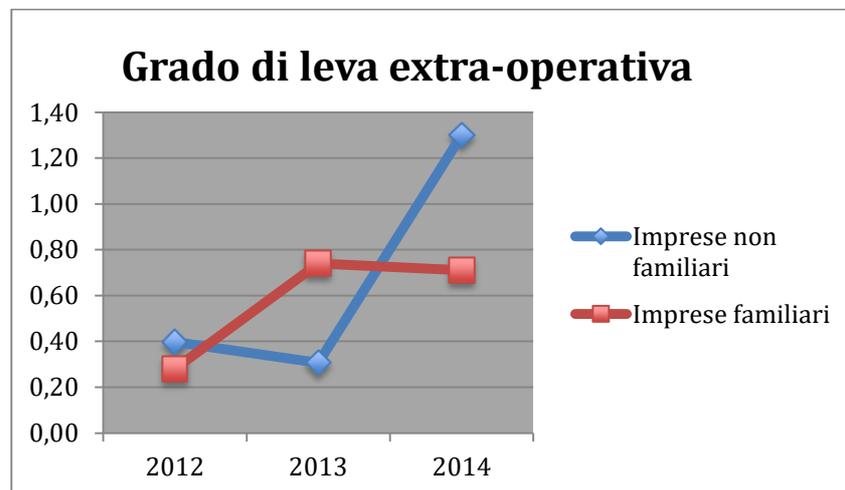


t	CT	CT
2012	1,08	0,83
2013	1,15	0,78
2014	1,20	0,80



t	GLC (F)	GLC (NF)
2012	1,55	1,60
2013	1,55	1,80
2014	1,68	1,55

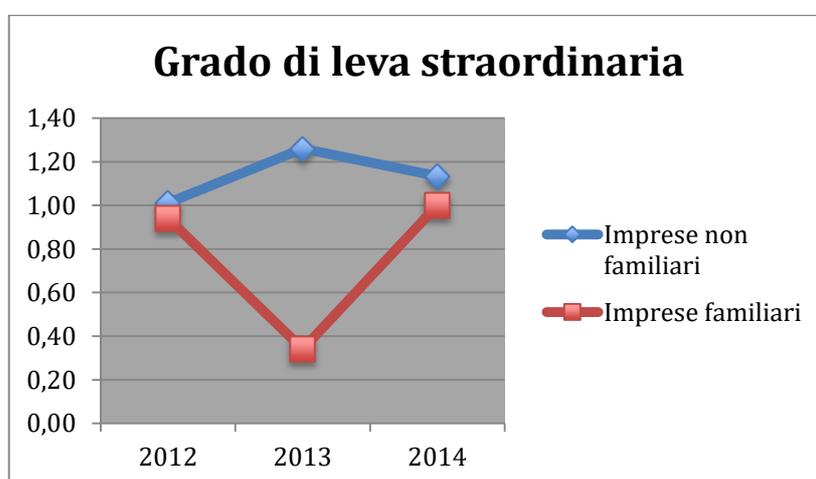
2) *La redditività media della gestione extra-operativa* ha contribuito, per entrambi i campioni, in maniera negativa sulla redditività complessiva. Infatti il GLEO risulta essere minore di 1 attestandosi tra lo 0,4 e 0,7, fatta eccezione per l'esercizio 2014 dove il campione familiare ha registrato un GLEO pari a 1,3.



t	GLEO	GLEO
2012	0,28	0,40
2013	0,74	0,31
2014	0,71	1,30

3) **La redditività della gestione straordinaria** contribuisce in maniera diversa a seconda del campione di impresa considerato. Infatti le imprese non familiari hanno registrato un GLS compreso tra 1,01 e 1,13. Questo vuol dire che la gestione straordinaria ha influenzato in maniera positiva la redditività complessiva dell'impresa.

Mentre per quanto riguarda le imprese familiari, l'area della gestione straordinaria ha generato una perdita la cui incidenza è emersa dal relativo Grado di leva. Infatti quest'ultima, ad eccezione del 2014 dove l'area in esame non ha generato alcun saldo, è risultata inferiore ad uno (compresa tra lo 0,94 e 0,34).



t	GLS (F)	GLS (NF)
2012	0,94	1,01
2013	0,34	1,26
2014	1,00	1,13

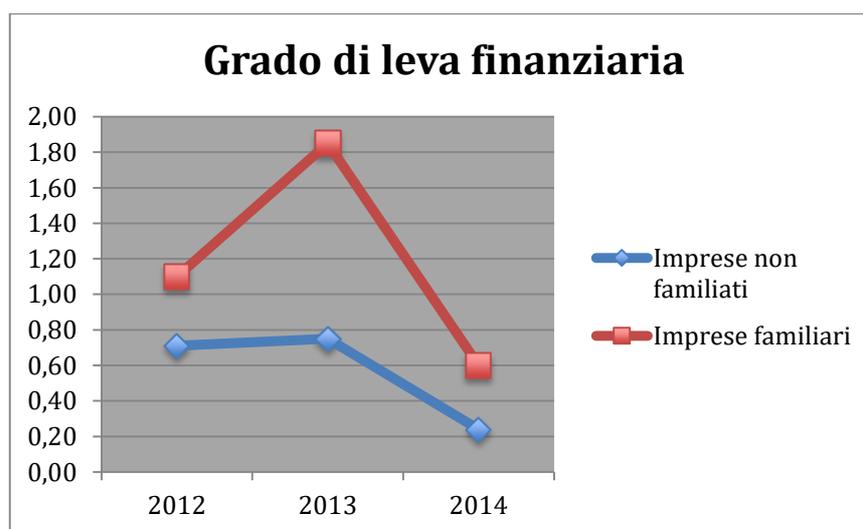
4) **La redditività media della gestione finanziaria**, nei due campioni, contribuisce in maniera diversa alla redditività complessiva.

Le imprese familiari, negli esercizi 2012 e 2013, hanno migliorato il rendimento del capitale di rischio grazie all'indebitamento finanziario. Ciò si evince dal grado di leva finanziario maggiore di 1: nel 2012 pari a 1,1 e nel 2013 pari a 1,85. Questo è stato reso possibile grazie alla capacità delle imprese familiari di indebitarsi ad un costo minore rispetto al rendimento derivante dagli investimenti effettuati: nel 2012 il costo del debito (tf) si è attestato a circa 4,87% e il RONaint a circa 6,96%; mentre nel 2013 il costo del debito è risultato

pari a 4,13% ed il RONAint 7,9%. Tuttavia nel 2014 si registra un peggioramento: la leva finanziaria, essendo minore di 1, diviene sfavorevole a causa di un aumento del costo del debito, la cui crescita non è stata adeguatamente bilanciata da proporzionali incrementi del RONA.

L'aumento del costo del debito è presumibilmente imputabile al fatto che l'impresa, finanziando la successiva espansione degli impieghi in prevalenza con capitale di credito, ha aumentato il grado di rischio sopportato dai finanziatori i quali hanno innalzando il tasso di rendimento dei loro prestiti (tf) sino al 8,25% a fronte di un RONAint di circa 6%.

Per quanto riguarda le imprese non familiari, dal grafico si evince chiaramente la loro incapacità a sfruttare in maniera favorevole la leva del debito. Infatti in tutto il periodo considerato il rendimento di tutto il capitale investito è risultato essere minore del costo del debito (tf).



t	GLF (F)	GLf (NF)
2012	1,10	0,71
2013	1,85	0,75
2014	0,60	0,24

L'ANALISI ECONOMICA, focalizzandosi sulla ricchezza potenziale che l'impresa è in grado di generare in futuro, consente di andare a determinare il maggior/minor valore che il mercato attribuisce all'impresa rispetto a quello determinato sulla base dei valori contabili.

Le metodologie utilizzate, strumentali a tale tipologia di indagine, sono state l'Eva (o reddito economico) e il Market Value Added (o Valore aggiunto del capitale)<sup>109</sup>.

A tal fine sono state utilizzate le seguenti fonti:

- *Database AIDA* attraverso il quale ho ottenuto i bilanci di ciascuna società costituente i due campioni di imprese, i quali sono stati strumentali all'analisi contabile.
- *Yahoo finanze*, attraverso il quale ho ottenuto i dati storici (2012-2014) dei titoli delle società oggetto di indagine, strumentali all'analisi economica.

*Il reddito economico* l'ho calcolato come la differenza prodotta fra il ROE effettivo ed il ROE equo.

$$\mathbf{Re = (ROE\ eff. - ROE\ equo) \times MP}$$

Il ROE effettivo è quello relativo alla remunerazione dei portatori di capitale di rischio che ho calcolato sulla base dei dati desumibili dal bilancio opportunamente riclassificato.

Il ROE equo è il rendimento richiesto da suddetti portatori di capitale in relazione al rischio sopportato e all'andamento di investimenti simili. L'ho calcolato ricorrendo alla formula del CAPM:

$$\mathbf{ROE\ equo = Rf + \beta_i(Rmkt - Rf)}$$

Dove:

- $rf$  è il tasso free risk. Ho preso come riferimento il rendimento medio dei titoli di stato italiani.
- $\beta_i$  è il beta del titolo  $i$ -esimo. Esso misura il rischio sistematico della società, ossia come varia il rendimento del titolo a conseguenti variazioni di mercato.

---

<sup>109</sup> Carlo Caramiello, Fabrizio di Lazzaro, Giovanni Fiore. Indici di bilancio. Strumenti per l'analisi della gestione aziendale.

Esso infatti è stato calcolato come il rapporto tra la covarianza del titolo i-esimo con il rendimento di mercato, e la varianza del rendimento di mercato.

- $(R_{mkt} - R_f)$  è il premio per il rischio. In particolare il rendimento di mercato l'ho calcolato determinando il rendimento medio dell'indice FTSE MIB<sup>110</sup>. Quest'ultimo è il benchmark di riferimento dei mercati azionari italiani ricomprendendo circa l'80% della capitalizzazione di mercato interna. Esso infatti misura la performance di 40 titoli relativi a società di primaria importanza e a liquidità elevata.

Successivamente ho calcolato il Valore Aggiunto del Capitale attraverso l'attualizzazione dei redditi economici che si presume che l'impresa possa conseguire nel tempo per un periodo di tempo illimitato.

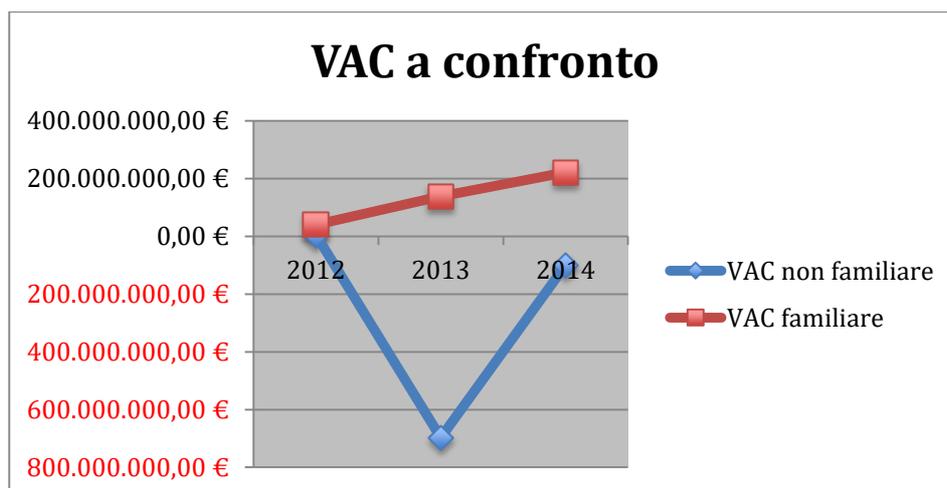
$$VAC = \frac{Re}{ROE\ equo}$$

I risultati dell'analisi economica evidenziano che il mercato valuta positivamente il campione delle imprese familiari. Infatti, presumendo la loro capacità di generare ricchezza futura<sup>111</sup> (sovra-reddito o reddito economico), nei tre esercizi riconosce un maggior valore rispetto a quello desumibile dai dati contabili.

---

<sup>110</sup> [www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it)

<sup>111</sup> Ricordiamo che ho ipotizzato che le imprese in esame possano conseguire redditi economici nel tempo per un periodo di tempo illimitato.



t	VAC (F)	VAC (NF)
2012	40.968.887,59	5.822.168,08
2013	138.840.793,85	-697.028.445,02
2014	221.614.598,09	-99.170.299,93

Successivamente alla determinazione del premio che il mercato riconosce ad un titolo rispetto al suo valore contabile (VAC), al fine di meglio comprendere le cause che lo hanno influenzato in positivo o in negativo, ho misurato separatamente le variazioni intervenute nei cosiddetti “driver di valore”<sup>112</sup>, ossia le variabili che determinano il Valore Aggiunto del Capitale.

$$\frac{Vac_2}{Vac_1} = \frac{Re_2}{Re_1} \times \frac{i_1}{i_2}$$

IMPRESE FAMILIARI					
t	$\frac{Re_t}{Re_{t-1}}$		$\frac{i_{t-1}}{i_t}$	=	$\frac{Vac_t}{Vac_{t-1}}$
2013	2,31	X	1,47	=	3,39
2014	1,26	X	1,27	=	1,60

<sup>112</sup> La Performance del valore. Fabrizio di Lazzaro. Pag. 143.

Per quanto riguarda le imprese familiari, il rapporto maggiore dell'unità del Valore Aggiunto del capitale implica un suo incremento rispetto agli esercizi precedenti. In particolare nel 2013 il valore è più che triplicato rispetto al 2012: da circa 41ML a circa 139ML; nel 2014 si è incrementato di un ulteriore 60% attestandosi a circa 221,5 ML.

Come si evince dalla relazione, tali variazioni positive sono imputabili ad un effetto moltiplicativo positivo sia del Reddito economico che del tasso di rendimento equo. Infatti:

- Il reddito economico nel 2013 è più che raddoppiato rispetto all'esercizio precedente: da circa 35ML a circa 80ML; nel 2014 è ulteriormente incrementato sino a circa 100ML (+27% rispetto al 2013). Tali incrementi sono imputabili al fatto che le imprese familiari hanno remunerato in maniera più che adeguata il capitale di rischio rispetto a quanto richiesto dai relativi finanziatori in relazione al rischio sopportato e agli investimenti simili (nel 2013 lo spread <sup>113</sup> si è attestato intorno al 4,79% e nel 2014 intorno al 6,02%).
- Il tasso di rendimento equo è diminuito sia nel 2013 che nel 2014. Infatti nei due esercizi il rapporto  $\frac{i_{t-1}}{i_t}$  è risultato maggiore di zero, essendo  $i_{t-1} > i_t$ . In particolare nel 2013 è stato registrato un rendimento pari a circa 5,78% (-47% rispetto al 2012); nel 2014 è ulteriormente diminuito del 27% attestandosi a circa 4,55%.

Questo implica che vi è stata una correlativa diminuzione della percezione del rischio da parte degli operatori economici.

Quindi l'aumento del Vac è una diretta conseguenza della capacità delle imprese familiari a migliorare costantemente sia il proprio reddito economico che le condizioni di rischio.

---

<sup>113</sup> Ricordiamo che lo spread è la differenza tra il rendimento effettivo e il rendimento equo.

IMPRESE NON FAMILIARI					
t	$\frac{Re_t}{Re_{t-1}}$		$\frac{i_{t-1}}{i_t}$		$\frac{Vac_t}{Vac_{t-1}}$
2013	-63,96	x	1,87	x	-119,72
2014	0,60	x	0,24	x	0,14

La valutazione del mercato relativamente alle imprese non familiari è tutt'altro che positiva. Infatti il rapporto minore all'unità del Valore Aggiunto del capitale implica un suo decremento rispetto agli esercizi precedenti. In particolare, nel 2013 è diminuito di circa 120 volte rispetto al valore del 2012, passando da circa 5,8 ML a circa - 600ML. Come si evince dalla relazione, la variazione negativa è imputabile al contributo negativo dato dal reddito economico, il quale è diminuito di circa 63 volte rispetto a quello dell'anno precedente (da 190ML a -12ML). La negatività del Reddito economico deriva dal fatto che le imprese non-familiari hanno conseguito un remunerazione non adeguata rispetto a quanto richiesto dai finanziatori a titolo di capitale di rischio in relazione al rischio sopportato. Infatti tali società hanno registrato un ROEn negativo pari a -7,44% a fronte della richiesta, da parte del mercato, di un ROEn di 1,75% (quindi c'è stato uno spread del -9,19%).

L'effetto negativo del Reddito economico sul Vac è stato controbilanciato dall'effetto moltiplicativo positivo del tasso di rendimento equo, il quale si è attestato a circa 1,75% (-87% rispetto al 2012).

Nonostante il tasso equo di rendimento sia aumentato nel 2014 (essendo il rapporto  $\frac{i_{2013}}{i_{2014}} < 1$ ) sino al 7,37% (+76% rispetto al 2013), la situazione è drasticamente migliorata. Infatti rispetto al 2013 la perdita è diminuita di circa 86%: da circa 600 ML a circa 99 ML. Ciò è imputabile al fatto che l'effetto sfavorevole dato dalla variazione del reddito economico è diminuito rispetto al 2013, essendo migliorata la redditività del capitale di rischio (da -7,44% a + 1,97%). Tuttavia quest'ultima non è risultata adeguata a remunerare il capitale di rischio rispetto a quanto richiesto dai relativi finanziatori in relazione al rischio sopportato. Infatti lo spread, anche se migliorato rispetto al 2013, è risultato ancora negativo attestandosi a circa -5,4%.

Prima di concludere, vorrei sottolineare che lo scopo di tale tesi non è diretto ad evidenziare la superiorità, in termini di performance, delle imprese familiari. Ciò in quanto l'analisi ha ad oggetto solo le imprese italiane quotate nella borsa italiana ed è stata condotta limitatamente ad uno specifico settore, prendendo in considerazione solo circa il 16% di tutte le società quotate italiane (43 società su 279<sup>114</sup>).

Infine, volevo mettere in evidenza il raggiungimento di un importante obiettivo, una sorte di "sfida" vinta fatta con me stesso: l'essere stato in grado di formulare un giudizio, sia esso positivo o negativo, riguardo la performance di un'impresa. Ciò è stato reso possibile grazie all'aver saputo mettere in pratica alcune competenze, acquisite durante il mio percorso di studi, relative principalmente all'analisi di bilancio. Tra queste volevo sottolineare quella relativa alla riclassificazione del bilancio d'esercizio, operazione indispensabile alla determinazione degli indicatori strumentali all'analisi effettuata.

---

<sup>114</sup> Fonte: AIDA