



Dipartimento di Impresa e Management

Cattedra di Economia Aziendale

La sopravvivenza e la crescita dei *Family Business*.

RELATORE

Prof. Giovanni Fiori

CANDIDATO

Marcello Rebecchini

Matricola 197351

ANNO ACCADEMICO 2017/2018

## Indice

INTRODUZIONE.....	5
CAPITOLO 1: Il tessuto imprenditoriale italiano.....	7
I) Le PMI e le Imprese Familiari.....	7
A) Le PMI: definizione e normativa.....	7
B) Le PMI: caratteristiche e numeri.....	8
C) Le imprese di famiglia.....	9
D) Il ciclo di vita delle imprese.....	11
II) Le caratteristiche del sistema finanziario italiano.....	14
CAPITOLO 2: Longevità e crescita delle imprese familiari.....	16
I) Garantire la continuità dell'azienda di famiglia.....	16
A) Perché il ricambio generazionale è una fase critica?.....	16
B) L'importanza della cultura in un'impresa.....	17
C) La gestione della successione.....	18
II) La crescita delle imprese familiari.....	20
A) I cambiamenti strutturali necessari per sostenere la crescita.....	20
a) I primi passi verso una struttura manageriale.....	20
b) L'ambiente esterno: una spinta verso la crescita dimensionale.....	21
c) Il controllo di gestione: un'unità fondamentale.....	22
III) Considerazioni finali.....	23
CAPITOLO 3: La finanza dell'impresa di famiglia.....	25
I) La funzione Finanza.....	25
A) Chi prende le decisioni di carattere finanziario?.....	26
B) Differenze tra la piccola/media dimensione e la grande impresa.....	27
II) Le modalità di finanziamento di un'impresa.....	28
A) Finanziamento interno e esterno.....	28
B) Finanziamento e ciclo di vita.....	28
III) Le nuove forme di finanziamento.....	30
A) Il Private Equity e il Venture Capital.....	30
a) Introduzione al Private Equity.....	30
b) I punti di partenza per l'intervento del Private Equity.....	31
c) Il socio imprenditore: una figura fondamentale.....	32
d) I vantaggi apportati dai <i>Private Equity</i> .....	33
B) Il <i>Private Debt</i> .....	34

a)	Le caratteristiche principali dei fondi di <i>Private Debt</i> .....	35
b)	I <i>Minibond</i> : strumenti finanziari a servizio delle PMI.....	35
IV)	Considerazioni Finali.....	36
	CAPITOLO 4: Due casi di successo .....	38
D)	Il caso M.A.P.E.I. ....	38
A)	La struttura manageriale .....	38
B)	Il passaggio generazionale.....	39
C)	La struttura finanziaria.....	39
II)	Il caso Alajmo S.p.A.....	39
	CONCLUSIONE .....	42
	Bibliografia.....	44
	Sitografia.....	45

## Indice delle Figure

Figura 1: Tabella riportante la composizione del tessuto imprenditoriale italiano diviso in numero di dipendenti tra il 2012 e il 2015. Fonte: Istat .....	9
Figura 2: Andamento delle principali voci di conto economico per le PMI, un confronto tra il 2015 e il 2016. Fonte: Rapporto Cerved PMI 2017 .....	9
Figura 3: Ripartizione dell'età dei leader distribuite per fatturato tra il 2007 e il 2016. Fonte: Osservatorio AUB. ....	10
Figura 4: Ciclo di vita di un'organizzazione. Fonte: Robert Quinn, Kim Cameron, "Organizational life cycles and shifting criteria of effectiveness: some preliminary evidence" .....	12
Figura 5: Un esempio di modello divisionale.....	13
Figura 6: Difficoltà di accesso al credito per piccole, medie e grandi imprese in Italia, Francia, Germania, Spagna tra il 2012 e il 2017. Fonte: Rapporto Annuale 2017 della Banca d'Italia.....	14
Figura 7: Schema che mostra in che modo si crea la cultura di un'organizzazione. Fonte: Elaborazione propria. ....	17
Figura 8: Movimento dei flussi finanziari tra gli investitori e impresa. ....	26

## INTRODUZIONE

In questo elaborato tratteremo l'impresa di famiglia, ossia la società la cui proprietà appartiene ad un nucleo familiare. Tale realtà è distinguibile dall'impresa familiare descritta dall'articolo 230 *bis* del Codice Civile. Secondo l'ordinamento, l'impresa familiare non è altro che l'impresa nella quale prestano collaborazione il coniuge, i parenti entro il terzo grado e gli affini entro il secondo. Pertanto, un'impresa viene definita familiare solo per le relazioni parentali che intercorrono tra coloro che prestano lavoro nella sua attività economica.

I *family business* suscitano da sempre un forte interesse a causa delle loro caratteristiche e della loro capacità di proliferare in ambienti molto diversi. Tali entità sono divenute la vera colonna portante del sistema imprenditoriale italiano e per questo motivo è interessante capire le sfide che devono affrontare per garantire la propria continuità nel tempo e la propria crescita economica.

Innanzitutto, studieremo la composizione del sistema imprenditoriale italiano introducendo le Piccole e Medie Imprese (PMI) e le caratteristiche comuni dei *family business*, indipendentemente dalla loro dimensione. L'analisi svolte in questi ambiti ci permetteranno di comprendere a piena come si è sviluppato il sistema finanziario italiano e come sono nate le diversità rispetto al modello anglosassone. In Italia le imprese hanno creato dei rapporti molto stretti con gli istituti bancari. Se durante gli anni di espansione economica tali rapporti hanno portato dei benefici ad ambe le parti, durante gli anni di crisi quest'eccessiva interdipendenza ha fatto sì che i malesseri di uno contagiassero l'altro. Per capire bene questo fenomeno, basta ricordare le manovre compiute dal governo Renzi (Decreto Salvabanche) per tentare di mettere al sicuro i risparmi dei correntisti e degli obbligazionisti quando sono entrate in crisi Banca Marche, Banca Etruria, CariFerrara e la CariChieti. Secondo le analisi del Ministero dell'Economia e delle Finanze, il fallimento di questi istituti avrebbe messo in difficoltà circa 200 mila attività economiche tra PMI, grandi imprese, commercianti ed artigiani che disponevano di fidi ed aperture di credito nei loro confronti.

Nel secondo capitolo, analizzeremo le imprese di famiglia dall'interno dando uno sguardo agli aspetti che possano garantire continuità e crescita. L'azienda di famiglia è, generalmente, fortemente legata al proprio imprenditore. Pertanto, l'analisi che svolgeremo sarà centrata sulla sua figura e sui mezzi che egli ha per affrontare il ricambio generazionale, fase critica per ogni *family business*. Se la continuità aziendale deve essere garantita dalla bravura dell'imprenditore e dalla volontà della sua famiglia, la crescita deve essere sostenuta da un'organizzazione congrua che, purtroppo, sovente scarseggia tra i *family business* Italiani.

Le imprese familiari italiane non riscontrano solamente problemi di tipo manageriale, ma anche di tipo finanziario. Non solo devono far fronte ad un sistema prevalentemente sbilanciato verso i finanziamenti derivanti dagli istituti bancari, ma devono anche fare in modo che il loro connotato di “imprese di famiglia” non sia un punto a loro svantaggio per reperire i giusti finanziamenti. Analizzeremo così due tipi di istituti finanziari, in grado di fornire finanziamenti alternativi ai prestiti bancari, in grado di fornire una maggiore capitalizzazione alle aziende e ideali per lo sviluppo delle strategie dei *family business*.

Il nostro studio si concluderà con l’analisi delle dinamiche proprietarie, manageriali e finanziarie di due *family business* italiani di successo.

# CAPITOLO 1: Il tessuto imprenditoriale italiano

In questo capitolo intendiamo comprendere quali sono i lineamenti tipici dell'industria italiana: incontreremo due realtà che, seppur a volte sembrano confondersi, hanno caratteristiche diverse che pongono problematiche distinte. Tali realtà sono rappresentate dalle Piccole e Medie Imprese (PMI), motore del nostro sistema economico, e dalle imprese di famiglia, essenza stessa del sistema imprenditoriale italiano. Per concludere studieremo le peculiarità del sistema finanziario italiano.

## I) Le PMI e le Imprese Familiari

### A) Le PMI: definizione e normativa

L'ordinamento italiano non definisce la nozione di "impresa" ma descrive i presupposti soggettivi che un individuo deve avere al fine di essere definito un "imprenditore". Ai sensi dell'articolo 2082 del codice civile, l'imprenditore è colui che esercita professionalmente un'attività economica organizzata, finalizzata alla produzione o allo scambio di beni e servizi. L'impresa è dunque l'attività economica svolta dall'imprenditore.

Il legislatore comunitario<sup>1</sup> definisce le "piccole e medie imprese" in funzione del loro organico, del fatturato ovvero del bilancio totale annuale, ed ai fini di tale definizione, è richiesto un requisito di autonomia. Ai sensi della Raccomandazione 2003/361/CE, un'impresa è autonoma "se non è né associata né collegata o se non controlla altre imprese ovvero non è controllata da altre imprese, direttamente o indirettamente". Una volta soddisfatto tale requisito di autonomia, le imprese vengono distinte nelle seguenti categorie:

- Microimprese: sono organizzazioni con meno di 10 dipendenti e che realizzano un fatturato annuo o un totale di bilancio inferiore o uguale a 2 milioni di euro.
- Piccole imprese: sono entità con un numero di dipendenti inferiore a 50 e che realizzano un fatturato annuo ovvero uno stato patrimoniale inferiore a 10 milioni di euro.
- Medie imprese: sono imprese con meno di 250 dipendenti e che realizzano un fatturato inferiore a 50 milioni di euro o un attivo inferiore a 43 milioni di euro.
- Grandi imprese: sono imprese con più di 250 dipendenti e che realizzano un fatturato annuo superiore a 50 milioni di euro ovvero un attivo dello stato patrimoniale superiore a 43 milioni di euro.

---

<sup>1</sup> Raccomandazione 2003/361/CE

## B) Le PMI: caratteristiche e numeri

Il tessuto imprenditoriale italiano è caratterizzato da una forte presenza di imprese di piccole e medie dimensioni che proliferano grazie alle particolarità che le contraddistinguono dalle grandi imprese.

La grande dimensione consente (i) di sfruttare i vantaggi di costo che derivano dalle economie di scala<sup>2</sup>, (ii) di raggiungere una quota di mercato maggiore, (iii) di avere un controllo su un numero di canali più elevato, e (iv) di esercitare un potere di attrazione nei confronti dei dipendenti con migliori competenze, poiché, in genere, danno opportunità maggiori di crescita professionale. Dall'altra parte, le grandi imprese sono meno flessibili a causa dei numerosi livelli gerarchici, quindi rispondono lentamente agli stimoli dell'ambiente; di fatto queste sono meccaniche, molto formali ed eccessivamente complesse.

Al contrario, la caratteristica più comune delle PMI è la loro semplicità organizzativa. Si tratta di strutture piatte, quindi meno gerarchiche, che riescono a recepire gli stimoli dell'ambiente con maggiore sensibilità risultando in tal modo molto reattive e flessibili. Un altro punto di forza è la loro vivacità imprenditoriale che gli permette di introdurre innovazioni di prodotto e di processo continuamente. Inoltre, danno l'opportunità di avere una visione maggiormente orientata al cliente, caratteristica fondamentale per un sistema che punta alla qualità dei servizi o dei prodotti offerti.

La figura dominante è quella dell'imprenditore che dirige la maggior parte degli aspetti della vita aziendale assumendosi in capo una grande quantità di decisioni.

Le PMI italiane si distinguono da quelle degli altri paesi essendo sottocapitalizzate e facenti un ricorso sistematico al canale bancario per il finanziamento dell'attività. Questo è il risultato di una cultura aziendale in cui il nucleo ristretto di proprietari dell'impresa preferisce non cedere una parte delle quote in favore di soggetti terzi – al di fuori della famiglia – ovvero in favore del mercato.

Tuttavia, la scarsa propensione delle imprese ad uscire dalla logica familiare e a crescere dimensionalmente, ha dato vita ad alleanze tra aziende, soprattutto al livello locale, facendo fiorire i Distretti Industriali. Questi ultimi sono un esteso numero di piccole imprese, legate da relazioni verticali di cooperazione e da relazioni orizzontali di concorrenza, specializzate in una o più industrie complementari in un'area delimitata naturalmente e storicamente<sup>3</sup>. I Distretti Industriali comportano vantaggi che derivano principalmente dallo sfruttamento delle economie di scala esterne<sup>4</sup> e sono il

---

<sup>2</sup> *Le economie di scala sono dei vantaggi di costo che derivano dall'aumento della produzione: all'aumentare della produzione diminuiscono i costi medi unitari.*

<sup>3</sup> *Definizione di G. Becattini.*

<sup>4</sup> *Secondo Marshall le economie di scala esterne sono vantaggi che derivano dalla localizzazione produttiva e quindi vantaggi di costo che derivano dallo sviluppo di un'industria che si producono grazie alla concentrazione in piccoli spazi di piccole imprese, grazie alla localizzazione dell'industria (Principal of Economics, A. Marshall).*

motivo per il quale numerose industrie italiane prosperano ed esportano i loro prodotti in tutto il mondo.

In Italia ci sono circa 197 mila imprese che possono essere definite PMI: di queste circa 176 mila rientrano nella categoria delle piccole aziende, le restanti 21 mila sono medie imprese. Aggiungendo alle PMI tutte le Microimprese italiane – circa 4,1 milioni – è rappresentata la quasi totalità del sistema produttivo italiano, ovvero il 99,92%. È interessante notare come questo rapporto sia rimasto sostanzialmente invariato negli anni precedenti.

	da 0 a 9	da 10 a 49	da 50 a 249	da 250
2012	95,21%	4,22%	0,49%	0,08%
2013	95,32%	4,11%	0,49%	0,08%
2014	95,40%	4,03%	0,48%	0,08%
2015	95,36%	4,06%	0,49%	0,08%

Figura 1: Tabella riportante la composizione del tessuto imprenditoriale italiano diviso in numero di dipendenti tra il 2012 e il 2015. Fonte: Istat

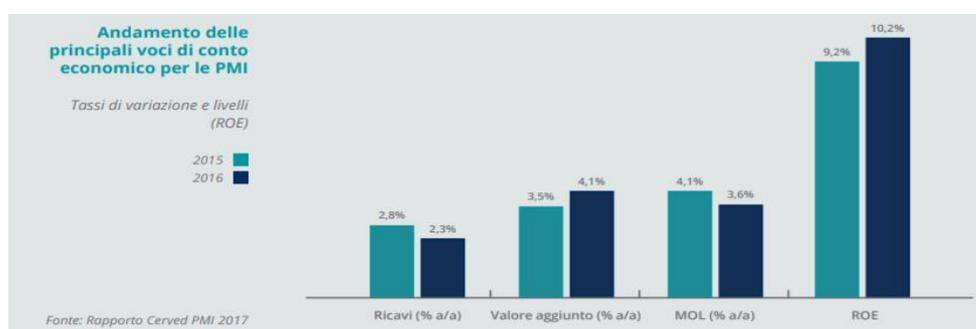


Figura 2: Andamento delle principali voci di conto economico per le PMI, un confronto tra il 2015 e il 2016. Fonte: Rapporto Cerved PMI 2017

Le piccole e le medie imprese possono essere definite come il cuore pulsante dell'economia del nostro paese. Escludendo le Microimprese, secondo il Rapporto Cerved 2017 sulle PMI, le PMI forniscono occupazione a circa 3,8 milioni di persone, hanno un ROE<sup>5</sup> medio pari al 10,2% (in aumento nel 2016 rispetto al 2015), creano un Valore Aggiunto<sup>6</sup> pari a 4,1% e hanno un MOL<sup>7</sup> pari a 3,6%.

Le PMI sono la spina dorsale dell'industria italiana tuttavia è importante notare che numerose imprese, anche di grandi dimensioni, sono *family business* che, a causa delle loro caratteristiche, presentano non pochi problemi agli *stakeholders*. Nei capitoli che seguono, è pertanto necessario comprendere come sono organizzate le imprese di famiglia nonché le problematiche che queste aziende si ritrovano ad affrontare durante la loro vita.

### C) Le imprese di famiglia

<sup>5</sup> Il ROE (Return on Equity) indica la capacità dell'azienda di remunerare il capitale investito dagli azionisti (l'equity). Viene calcolato come il rapporto tra l'utile netto e il patrimonio netto.

<sup>6</sup> Il Valore Aggiunto è pari alla differenza tra il valore della produzione e i costi esterni

<sup>7</sup> Il MOL (Margine Operativo Lordo) ovvero EBITDA, viene calcolato come la differenza tra il valore aggiunto e i costi del personale.

Quando si parla di imprese di famiglia, ci si riferisce ad un gruppo di imprese con caratteristiche sostanzialmente eterogenee: differiscono tra loro per struttura, dimensione e modelli di *governance*. Tuttavia, vi è una caratteristica che le accomuna: sono controllate direttamente da una famiglia e, di conseguenza, non sono soggette alla separazione tra la proprietà e il *management*. I soci che controllano queste aziende – i membri della famiglia – sono incentivati a monitorare maggiormente le attività del *management*, hanno un orizzonte decisionale di lungo termine e si sentono attaccati all’impresa anche emotivamente. Quest’ultimo aspetto è sicuramente un grande vantaggio poiché la famiglia imprenditrice – in particolare nei momenti di crisi – proverà a garantirne la continuità aziendale.

Il capitalismo familiare comporta a sua volta taluni svantaggi che si ripercuotono sul sistema sia economico che finanziario del paese. In primo luogo, i *family business* hanno una bassa propensione a quotarsi in borsa, non tanto per le dimensioni ridotte – poiché oggi esiste un mercato borsistico dedicato alle PMI italiane (AIM Italia) – ma per la volontà del socio di maggioranza di non perdere il controllo sull’azienda. Dunque, così come tutte le altre PMI, anche i *Family Business* si finanziano principalmente con capitale di debito presso gli istituti bancari.

È importante notare che i *leader* di queste aziende stanno invecchiando e, dato il controllo “chiuso” che le caratterizza, questo processo rischia di diventare irreversibile, processo che porterebbe alla morte dell’impresa. Come descritto dallo studio fatto dall’Osservatorio AUB riportato nella *figura 3* che segue, per le aziende riportanti un fatturato tra i 20 e i 50 milioni di euro nel 2016 solo il 21,1% dei *leader* ha meno di cinquanta anni e il 48,5% ha più di sessanta anni; per le imprese riportanti un fatturato superiore ai 50 milioni di euro circa il 50% dei *leader* ha più di sessanta anni.

	20-50		> 50		Totale	
	2007	2016	2007	2016	2007	2016
Meno di 50 anni	35,9%	21,9%	30,5%	20,2%	34,0%	21,3%
Tra i 50 e i 60 anni	25,7%	29,6%	25,2%	29,8%	25,5%	29,7%
Tra i 60 e i 70 anni	24,6%	24,4%	27,5%	25,2%	25,6%	24,6%
Oltre 70 anni	13,8%	24,1%	16,8%	24,8%	14,9%	24,4%

Figura 3: Ripartizione dell’età dei leader distribuite per fatturato tra il 2007 e il 2016. Fonte: Osservatorio AUB.

Numerose imprese si ritroveranno presto ad affrontare il ricambio generazionale nelle posizioni di controllo dell’azienda. Questo è un momento critico per la vita dell’impresa perché i successori potrebbero non avere le stesse abilità imprenditoriali e manageriali dei loro predecessori, potrebbero non avere interessi nella gestione dell’impresa ovvero potrebbero doversi confrontarsi con un numero maggiore di soci (gli eventuali eredi). Infatti, solo il 31%<sup>8</sup> delle imprese arrivano alla seconda

<sup>8</sup> Fonte: Il Sole24Ore – Un decalogo per le imprese familiari: come gestire il passaggio generazionale.

generazione e solo il 10% alla terza<sup>9</sup>. È quindi doveroso analizzare in che modo può avvenire il ricambio generazionale senza rischiare ripercussioni negative sapendo che gli eredi si trovano davanti alla scelta di proseguire autonomamente la gestione dell'azienda ovvero affidarla ad un'amministrazione esterna indipendente dalla famiglia.

L'analisi numerica delle imprese di famiglia, possiamo in primo luogo notare che la macchina economica italiana è caratterizzata da un grandissimo numero di imprese di famiglia controllate quasi per la totalità da un unico soggetto o da ristretti gruppi familiari. Da quanto emerge dagli studi fatti dall'AIDAF (Associazione Italiana delle Aziende Familiari) con l'Osservatorio AUB, i *Family Business* sembrano essere delle vere e proprie colonne portanti dell'economia. Innanzi tutto, tra le oltre 15 mila aziende con un fatturato superiore a 20 milioni di euro, circa 10 mila sono imprese di famiglia. Queste ultime, tra il 2011 e il 2016, hanno aumentato del 15,1% l'occupazione che, solo nel 2016, è aumentata del 5%. Le aziende di famiglia vincono il confronto con quelle non familiari anche in termini di crescita dei ricavi, di redditività e di livello di indebitamento: è molto interessante notare come nel 2016 il ROE delle imprese familiari sia stato superiore di 2,5 punti percentuali rispetto a quello delle altre aziende. L'ultimo indicatore che dimostra l'importanza del capitalismo familiare è il fatto che circa 40 tra le 100 maggiori imprese italiane sono dei *Family Business* a tutti gli effetti.

#### D) Il ciclo di vita delle imprese

Tutte le imprese nascono piccole e, quelle che sopravvivono alle prime fasi della loro vita, iniziano un cammino che le indirizza verso la naturale tendenza a crescere sia dal punto di vista economico e operativo. Tuttavia, è bene precisare, impresa di piccola non è sinonimo di impresa "giovane". Molte rimangono piccole per sfruttare i vantaggi della piccola dimensione.

Tuttavia, è naturale la spinta verso il processo di crescita per il quale si entra in un ciclo di vita caratterizzato da diverse fasi. Ogni fase è un "gioco" nuovo che ha delle regole completamente differenti rispetto alla fase precedente. Questi *step* sono caratterizzati da un momento di crescita e un momento di crisi organizzativa che fanno sì che le imprese ridefiniscano la propria struttura, sopravvivano alla turbolenza creata dal periodo di crisi e passino alla fase successiva.

---

<sup>9</sup> Fonte: Dati raccolti dallo studio Osservatorio AUB.

Individuiamo quattro fasi che una PMI deve attraversare:

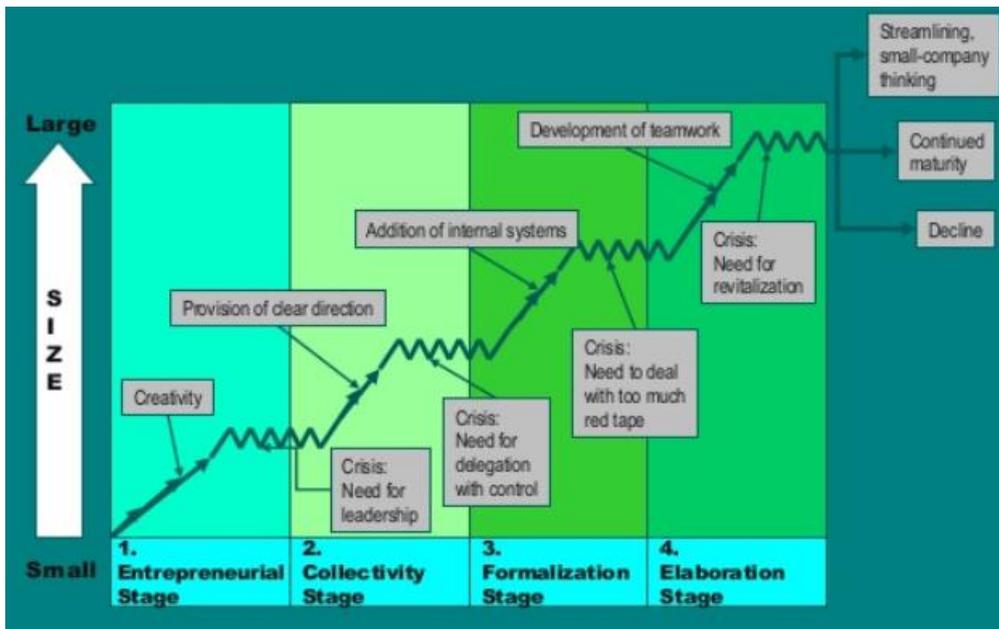


Figura 4: Ciclo di vita di un'organizzazione. Fonte: Robert Quinn, Kim Cameron, "Organizational life cycles and shifting criteria of effectiveness: some preliminary evidence"

- 1) Fase *imprenditoriale*: quando l'impresa prende vita l'imprenditore è concentrato principalmente sulla creazione del prodotto e sulla sua commercializzazione. In questa fase dominano quindi la creatività e le capacità tecniche dell'imprenditore. L'impresa cresce fino al momento in cui incontra la prima crisi: la necessità di una leadership. Il maggior numero di personale da gestire inizia a portare alcuni problemi data la natura del proprietario maggiormente orientata agli aspetti tecnici rispetto a quelli organizzativi: occorre implementare una struttura organizzativa che sia capace di svolgere i compiti manageriali al suo posto.
- 2) Fase della *collettività*: se l'azienda supera la prima crisi si ritrova con una forte leadership e inizia ad essere strutturata e comincia ad avere una prima forma di gerarchia caratterizzata da una comunicazione informale che, con il crescere dell'impresa, diventa sempre più formale. In questa fase vengono definiti (i) gli obiettivi aziendali, (ii) le linee di direzione (iii) e una prima divisione del lavoro. La crisi avviene nel momento in cui il top management non riesce più a controllare e supervisionare le diverse unità a causa della crescita dell'impresa e si risolve nel momento in cui vengono trovati i meccanismi adatti per esercitare queste attività senza la supervisione diretta del vertice aziendale: si parla di crisi legata al bisogno di delega con controllo.
- 3) Fase della *formalizzazione*: in questo stadio vengono introdotti alcuni sistemi interni come le regole, le procedure e i sistemi di controllo interno. Questa fase è caratterizzata da una comunicazione formale e dal fatto che il top management si occupa sostanzialmente di

prendere decisioni strategiche mentre il *middle management* è rivolto alle tattiche e agli aspetti tecnici. La crisi di questa fase è causata dall'eccessiva burocratizzazione a cui l'azienda va incontro man mano che proliferano i sistemi interni che rendono l'impresa troppo macchinosa, lenta e grande per essere gestita tramite processi formali.

- 4) Fase dell'*elaborazione*: per uscire dalla crisi della fase precedente, l'impresa deve combattere la burocrazia e ricercare una struttura e un'organizzazione più flessibile. Così, i sistemi formali possono essere semplificati con la creazione di *Task Force*<sup>10</sup>. Per ottenere maggiore flessibilità organizzativa l'impresa dovrebbe adottare un modello divisionale composto da *business units* così che il processo decisionale possa essere decentralizzato e venga mantenuta la filosofia della piccola azienda che fa della semplicità la sua forza.



Figura 5: Un esempio di modello divisionale

Pur sopravvivendo al primo anno di vita, circa l'84%<sup>11</sup> delle imprese falliscono nel giro di cinque anni a causa dell'incapacità di gestire il passaggio dalla fase imprenditoriale a quella della collettività. Secondo quanto riportato dall'Osservatorio AUB, il 35,2% delle imprese familiari di prima generazione ha come modello di leadership l'Amministratore Unico, modello di interesse superiore rispetto agli altri – ovvero il modello di leadership del Presidente Esecutivo, l'Amministratore Delegato singolo e la Leadership Collegiale – per i risultati raggiunti dalle imprese di piccole dimensioni, anche se questo modello rischia di comportare problemi nel momento in cui l'impresa cresce ed è in procinto di passare alla fase della collettività ma anche a quella della formalizzazione, oppure durante il processo di cambiamento generazionale. Il compito della famiglia è quello di capire qual è l'assetto migliore per l'impresa a seconda del ciclo di vita in cui essa si trova ma resta fermo il fatto che, per seguire il trend di crescita, sarà necessaria una transizione verso un assetto organizzativo manageriale.

<sup>10</sup> Una Task Force è un comitato temporaneo composto dai rappresentanti di ogni unità coinvolta per la risoluzione di un problema.

<sup>11</sup> Fonte: *Organizzazione Aziendale*, capitolo 9, Richard L. Daft, Maggioli editore, sesta edizione.

## II) Le caratteristiche del sistema finanziario italiano

Esistono due tipi di sistemi finanziari: il sistema anglosassone orientato al mercato e quello europeo continentale orientato maggiormente agli intermediari. Nel primo sistema le imprese si finanziano tramite il mercato dei capitali erogando sia titoli di capitale che di debito. Si sono così sviluppate grandi public companies con un azionariato estremamente diffuso tra il pubblico e, al loro fianco, importanti banche d'investimento che si occupano principalmente del collocamento dei titoli nei mercati per conto delle aziende. In Italia si è sviluppato il secondo modello, caratterizzato dal fatto che le imprese finanzino i loro progetti e la loro crescita tramite gli istituti bancari. Il risultato è lo sviluppo di banche commerciali che hanno la funzione di raccogliere i risparmi tra il pubblico e impiegarli presso i prenditori di fondi (le imprese e lo Stato). Di conseguenza nascono imprese ad azionariato "chiuso", le cui proprietà appartengono prevalentemente alla famiglia, che si finanziano con il ricorso al debito per non disperdere la proprietà tra il pubblico e quindi sono sottocapitalizzate. Dalla Relazione Annuale del 2017 della Banca d'Italia, possiamo constatare che la leva finanziaria delle imprese nel 2017 è pari al 40%, 10% in meno rispetto al 2011. Questo calo è stato determinato, in misura molto ampia, dagli apporti in capitale proprio e quindi da una maggiore capitalizzazione delle imprese determinata anche da una riduzione della concessione del credito alle imprese durante gli anni della crisi. I debiti nei confronti degli istituti bancari delle imprese italiane sono in diminuzione (dal 25% nel 2011 al 19% nel 2017), ma rimangono superiori alla media dell'area euro di circa sei punti percentuali.

Di fatto, le imprese italiane si finanziano principalmente con capitale di debito anziché con capitale di rischio. Si crea così un rapporto biunivoco impresa-banca in cui le difficoltà riscontrate da un soggetto rischiano di ripercuotersi sull'altro.

Altra problematica di questo sistema finanziario consiste nell'eccessivo costo del debito che le imprese di piccole (soprattutto le microimprese) dimensioni devono sopportare. È da tenere presente che la grande impresa non è sinonimo di impresa solida ma il solo fatto di essere in grado di fornire una quantità più elevata di informazioni la mette in condizione di avere più facilità di accesso al credito rispetto ad una piccola impresa. La figura 5 mostra

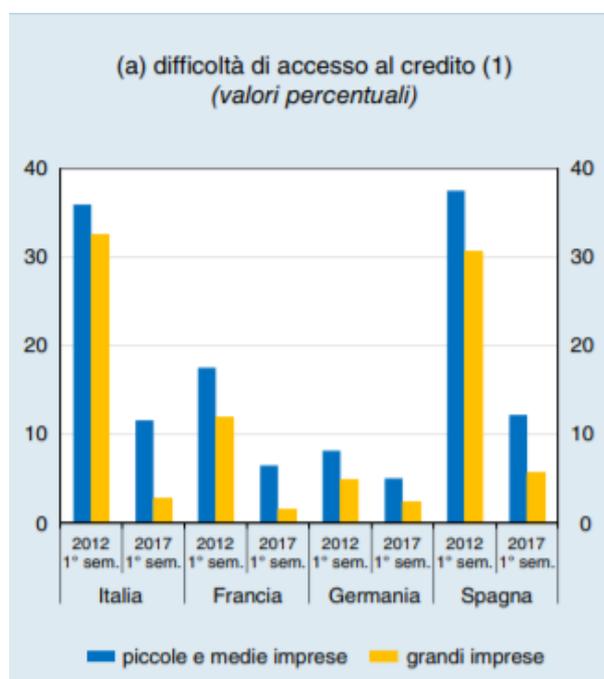


Figura 6: Difficoltà di accesso al credito per piccole, medie e grandi imprese in Italia, Francia, Germania, Spagna tra il 2012 e il 2017. Fonte: Rapporto Annuale 2017 della Banca d'Italia.

quanto elevata sia la difficoltà di accesso al credito di una PMI rispetto ad una grande impresa – circa 3 volte in più – soprattutto se confrontata rispetto agli altri paesi.

In conclusione, possiamo dire che il sistema finanziario italiano senta ancora antichi retaggi non permettendo un'efficiente allocazione delle risorse tra imprese di dimensioni diverse pur avendo lo stesso *rating*. Ma l'Italia post-crisi – dal 2016 - si risveglia con una forte contrazione dei crediti bancari e un aumento dell'utilizzo di sistemi “alternativi” di finanziamento a servizio delle PMI come l'emissione di *Minibond*, i *Piani individuali di risparmio*, il *Private Equity* e il *Venture Capital*.

## CAPITOLO 2: Longevità e crescita delle imprese familiari

Abbiamo analizzato la composizione e le principali caratteristiche del sistema economico italiano e abbiamo notato che le imprese di famiglia vi hanno un peso significativo tanto da rappresentare un motore per l'economia anche durante gli anni della recessione economica. Abbiamo appreso, tuttavia, che gran parte di esse si troveranno presto a dover affrontare la fase di ricambio generazionale: momento critico per le aziende di famiglia, in quanto solamente il 31,5% delle imprese arrivano alla seconda generazione e soltanto il 10% di quest'ultime alla terza<sup>12</sup>.

Analizzeremo in che modo le imprese di famiglia riescono a superare le principali difficoltà caratterizzanti il loro ciclo di vita al fine di aspirare ad una maggiore longevità e alla crescita economica. La longevità è principalmente ostacolata dalla fase di ricambio generazionale, allorquando la crescita è maggiormente frenata da sistemi di *governance* inadeguati.

### I) Garantire la continuità dell'azienda di famiglia

#### A) Perché il ricambio generazionale è una fase critica?

Il ricambio generazionale è un processo composto da due momenti critici: l'uscita dell'imprenditore e la successione dei suoi eredi. Quest'ultima si identifica a sua volta in due aspetti distinti: il trasferimento della *leadership* dell'impresa e il passaggio della proprietà al fine di garantire la continuità aziendale. La letteratura aziendale<sup>13</sup> distingue le criticità proprie della successione della direzione in due diverse tipologie:

- Tipologia A: tutte le problematiche derivanti dalla figura dell'imprenditore, la sua personalità e le situazioni di carattere emotivo quali, a titolo esemplificativo, il forte attaccamento all'azienda, aspetto che comporta una maggiore difficoltà e una grande lentezza nel lasciare le redini dell'azienda in favore di un altro soggetto; la "paura di invecchiare", problematica da cui deriva il rischio di far ritardare, anche per tempi molto lunghi, il passaggio generazionale; ovvero l'eccessiva impulsività dell'imprenditore la quale rischia di non garantire una transizione graduale e controllata;
- Tipologia B: tutte le criticità derivanti dalla gestione dell'impresa. In primo luogo, vi è la possibilità che l'imprenditore abbia gestito l'azienda in maniera accentrata, pertanto

---

<sup>12</sup> Fonte: Dati raccolti dallo studio dell'Osservatorio AUB.

<sup>13</sup> Schillaci 1988 e Ferrari 2005

l'imprenditore potrebbe essere l'unica persona a conoscerne i meccanismi di gestione. Da tale situazione deriva il fatto che la pianificazione strategica venga svolta unicamente dall'imprenditore senza una giusta condivisione di informazioni con gli eredi: questi ultimi rischiano, pertanto, di rimanere all'oscuro delle linee guida dell'impresa. Infine, vi è il rischio che il processo del passaggio di consegna venga sottostimato, tanto da portare l'imprenditore a pensare che gli eredi potranno avere le sue stesse capacità nella gestione dell'impresa ignorando che potrebbe esservi un grande rischio di sconvolgere alcuni equilibri delicati.

Anche la successione nella proprietà dell'azienda rischia di minare la sua stabilità. Il naturale aumento della compagine sociale con il passare delle generazioni fa sì che aumentino le probabilità di conflitti interni alla famiglia a causa delle decisioni – anche obiettive – del nuovo *leader*.

Le questioni sopraelencate possono, pertanto, avere l'effetto di minare la longevità dell'impresa in quanto spicca la figura dell'imprenditore *leader* in tutti gli aspetti della vita aziendale e perché non sempre gli eredi riescono ad evitare i rapporti conflittuali. Tuttavia, un'azienda è un'organizzazione fatta di persone che lavorano insieme e che, in particolar modo nelle imprese di modeste dimensioni e in quelle di famiglia, condividono gli stessi valori del fondatore: assume un ruolo centrale la cultura dell'impresa.

## B) L'importanza della cultura in un'impresa

Negli anni Ottanta, la dottrina riconosce che la descrizione della struttura formale dell'azienda è insufficiente per capirne i fenomeni che si riscontrano giorno dopo giorno in essa e, di conseguenza, la letteratura ha iniziato ad assecondare la teoria dell'impresa come “cultura”. Questa è il risultato di un fenomeno che solo in parte è tangibile e si delinea come l'insieme di valori, opinioni e conoscenze condivise all'interno di un'organizzazione e insegnati ai nuovi membri come maniera corretta di pensare e comportarsi<sup>14</sup>. La cultura dell'impresa nasce da una proposta di valori che deriva da una figura al vertice dell'azienda e, in genere, questa figura viene riscontrata in quella dell'imprenditore. La proposta di valori è accettata dall'organizzazione nel momento in cui essa viene associata a

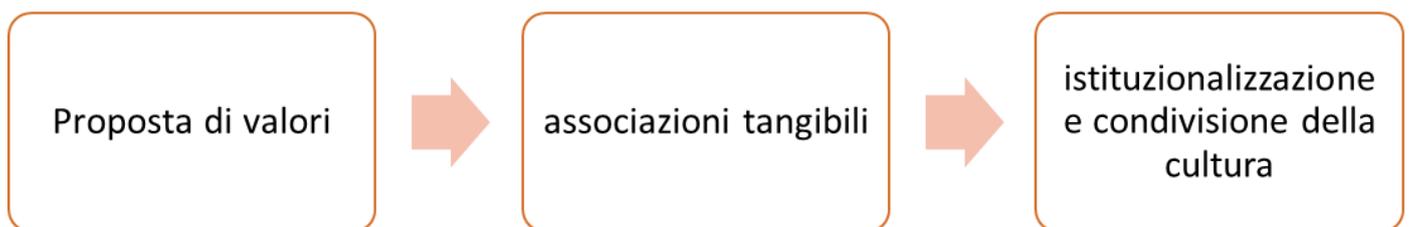


Figura 7: Schema che mostra in che modo si crea la cultura di un'organizzazione. Fonte: Elaborazione propria.

<sup>14</sup> W.J. Duncan: “Organizational culture; getting a fix on elusive concept”

elementi tangibili come il successo dell'impresa o dell'imprenditore: i valori si istituzionalizzano e la cultura è condivisa da tutti i membri dell'organizzazione. Questi si sentono maggiormente coinvolti nella vita dell'azienda e sviluppano un sistema comune di modi di intendere le problematiche organizzative permettendo così un aumento della produttività e una maggiore capacità di adattamento all'ambiente esterno<sup>15</sup>.

Possiamo identificare la cultura di un'azienda solamente attraverso gli elementi tangibili come i riti e le cerimonie, le storie e le leggende sull'azienda e i simboli che essa espone a coloro che vi entrano in contatto. Le storie dell'impresa sono dei racconti basati su eventi reali che circolano tra i dipendenti e che vengono raccontate a quelli nuovi. Nelle storie possono apparire alcuni eroi aziendali che vengono presi come modello da seguire. A differenza delle storie, le leggende hanno alcuni dettagli immaginari ma anch'esse permettono di mantenere incastonati nell'impresa i valori principali dell'organizzazione. I simboli hanno a loro volta una grande importanza, sono elementi che rappresentano qualcos'altro e permettono di ricordare i vari *slogan*, le immagini e i valori fondamentali dell'azienda.

Dalle considerazioni precedenti, possiamo affermare che la cultura è composta dai valori sottostanti intangibili e da diversi elementi visibili che appartengono alla vita dell'azienda. Il vertice deve fare leva su questi ultimi per radicare la cultura aziendale e ottenere il livello di senso di appartenenza sperato. Ma, dall'altra parte, la cultura rappresenta un problema in fase di passaggio generazionale. Di fatto essa delinea "ciò che l'impresa è"<sup>16</sup> e viene formata ad immagine del fondatore. Essendo lui il cuore pulsante dell'azienda, il rischio di un decremento della produttività dell'impresa è molto elevato qualora, per qualsivoglia motivo, la sua figura venisse a mancare.

### C) La gestione della successione

Il ricambio generazionale è una fase che deve essere gestita con grande attenzione da parte dell'intera famiglia se questa vuole la continuità dell'azienda: infatti si deve arrivare ad una successione fluida per non sconvolgere drasticamente gli aspetti organizzativi, sociali e culturali dell'impresa. I componenti della famiglia si trovano davanti alla possibilità di scegliere se gestire questo periodo autonomamente, oppure introdurre delle figure autonome che possano guidare questo momento di transizione, o in ultima istanza vendere l'azienda a terzi.

Nel caso in cui il *leader* volesse gestire autonomamente la successione, egli deve capire, in prima battuta, se i successori sono disposti ad investire nell'azienda e ad accettare gli incarichi di responsabilità. Dal momento in cui questi accettano la successione, è importante che il passaggio sia fatto garantendo gli interessi principali della famiglia e preparando al meglio il successore. Secondo

---

<sup>15</sup> J. Pfeffer, "Management as symbolic action: the creation and maintenance of organizational paradigms"

<sup>16</sup> Smircich 1981 "The concept of culture and organizational analysis"

un sondaggio di KPMG<sup>17</sup> sulle family business, l'84% dei partecipanti ha affermato l'importanza della preparazione e della formazione del futuro leader. È quindi necessario investire risorse e tempo per la formazione della leadership, ma è altrettanto importante la possibilità di far assumere un ruolo direzionale al successore così che egli possa essere preparato a prendere in mano le redini dell'azienda. La ricerca di una maggiore fluidità del passaggio di consegna induce numerose aziende ad introdurre dei *piani di successione*, ossia strumenti di pianificazione strategica che permettono un'entrata graduale del successore nel management dell'impresa e che hanno l'obiettivo di evitare vuoti gestionali nel breve periodo e di garantire un ricambio generazionale nel medio e lungo periodo. Questi mezzi possono essere più o meno sofisticati a seconda della complessità dell'azienda. In parallelo, devono essere stipulati dei *patti di famiglia*. Secondo l'articolo 768 *bis* del Codice Civile, un patto di famiglia è un contratto con il quale l'imprenditore trasferisce, in tutto o in parte, l'azienda o le partecipazioni societarie del quale è titolare ad uno o più discendenti. Questi patti permettono all'imprenditore di garantire una destinazione stabile all'impresa a favore dei suoi eredi, cercando di prevenire eventuali conflitti che potrebbero portare ad una frammentazione dell'azienda o ad una crisi causata da una gestione litigiosa fra i futuri proprietari. La chiarezza e la trasparenza sono le basi per evitare i conflitti tra i vari soggetti: è necessario chiarire, nei patti di famiglia, i ruoli di responsabilità così che non vi siano incomprensioni. Ultimo step necessario per garantire una transizione scorrevole è la pianificazione dell'uscita progressiva dell'imprenditore dalla *governance*.

In alternativa alla gestione autonoma, la famiglia ha la possibilità di far guidare l'intera fase di ricambio generazionale da un *Temporary Manager*, vale a dire una figura con esperienza e capacità manageriali indipendente dal nucleo familiare. Egli "agisce come arbitro nei confronti dei componenti della famiglia prescelti per gestire una certa area aziendale, al fine di garantire un passaggio di consegne alla generazione successiva non traumatico e di creare e rafforzare le competenze di gestione necessarie allo sviluppo organico dell'azienda".<sup>18</sup> Il *TM* ha un focus orientato al compimento del progetto di cambiamento gestendo i processi nel miglior modo possibile e, di conseguenza, l'indipendenza del *TM* è fondamentale affinché egli possa condurre questa fase senza essere condizionato da visioni e idee consolidate in azienda o da conflitti tra i futuri proprietari dell'impresa. Nonostante alcuni ostacoli a cui l'impresa familiare va incontro nella fase di ricambio generazionale, i proprietari hanno i mezzi per superarli e per garantire la continuità della società. Oltre che ad allungare la vita dell'azienda, la successione nelle cariche di governo e nella proprietà sono il presupposto perfetto per avviare un processo di cambiamento con lo scopo di far crescere il *family business*.

---

<sup>17</sup> Fonte: Il barometro delle Imprese Familiari 2017

<sup>18</sup> Definizione di *pmi.it*

## II) La crescita delle imprese familiari

Esistono diverse variabili contingenti che stimolano un'impresa ad adottare, a seconda della loro incidenza su di essa, una determinata struttura organizzativa. Le variabili in questione sono l'ambiente, la strategia, la tecnologia, le dimensioni dell'azienda o il suo ciclo di vita, ed infine la cultura. Studieremo in che modo alcune di queste contingenze possono spingere le società familiari ad abbandonare i modelli *pure family* per strutturarsi e crescere.

### A) I cambiamenti strutturali necessari per sostenere la crescita

#### a) I primi passi verso una struttura manageriale

Nel primo capitolo abbiamo studiato le diverse fasi che un'azienda attraversa durante il suo ciclo di vita. Man mano che l'impresa cresce, l'imprenditore si trova davanti a ostacoli che rischiano di farla declinare o anche morire. Per mantenerla in vita la proprietà deve adoperare dei cambiamenti che riguardano la struttura e i sistemi di controllo.

La fase imprenditoriale vede un'azienda con una struttura quasi inesistente dove l'imprenditore è al centro di ogni processo e si occupa anche del controllo. La seconda fase, anche detta della collettività, è caratterizzata da una struttura prevalentemente informale dove nascono le prime procedure. In questo stadio possiamo riconoscere quelle imprese familiari che sono riuscite a sopravvivere alla prima fase e che ancora sono condotte dall'imprenditore. La crescita dell'azienda obbliga l'imprenditore ad introdurre una figura che, oltre ad avere doti di leadership, sia in grado di essere un mediatore tra i proprietari e di gestire il crescente numero di risorse che confluiscono in azienda. Nella maggior parte dei casi, l'imprenditore non ha le qualità sopradescritte e deve avvalersi di un manager e di una *governance* adeguata.

Il principale problema intrinseco nell'assunzione di un manager, oltre al fatto che egli è un soggetto terzo e di conseguenza può essere visto non di buon occhio, è il costo che rappresenta per la famiglia. Nel caso in cui non fosse possibile sostenere un costo così ingente, come nel caso del ricambio generazionale, l'azienda può avvalersi di un *Temporary Manager* – anche detto *Coach* – per gestire al meglio la crescita pilotando il cambiamento della cultura, della struttura e della strategia. Il *Temporary Manager*, data la sua impronta aziendalistica, ha le capacità per dotare l'azienda di una prima struttura e inzializza un processo di formalizzazione delle procedure necessario per gestire al meglio un numero crescente di dipendenti. Il risultato è l'ottenimento di una struttura direzionale in cui le decisioni sono meno accentrate e l'introduzione delle funzioni necessarie alla produzione e alla

commercializzazione dei suoi prodotti. L'azienda getta le fondamenta per sostenere una crescita sia economica che dimensionale.

b) L'ambiente esterno: una spinta verso la crescita dimensionale

Le imprese operano in condizioni di incertezza e di complessità ambientale. L'impresa familiare che inizia a strutturarsi inserendo le prime figure dotate di una capacità di leadership potrà continuare il suo processo di crescita inserendo nuove tecnologie nei processi produttivi, implementando una nuova *business unit* così da servire un maggior numero di mercati, ovvero intraprendendo una nuova strategia che gli permette di aumentare la sua quota di mercato. Questi cambiamenti comportano una crescita del fatturato ma possono trascinarsi dietro anche delle condizioni di incertezza e di complessità ambientale maggiori dovute alle caratteristiche dell'ambiente esterno. Le organizzazioni devono trovare una sintonia tra la loro struttura interna e l'ambiente nel quale operano.

Innanzitutto, è importante notare che con l'aumento dell'incertezza e della complessità, aumentano anche il numero di posizioni e di unità all'interno dell'azienda, che a sua volta comportano una crescita della sua complessità organizzativa. Il motivo risiede nel fatto che ogni settore dell'ambiente deve essere coordinato da individui appositamente qualificati. Ad esempio, le persone che vogliono far parte dell'azienda devono essere gestite dalle Risorse Umane mentre i clienti devono essere ricercati dall'unità di marketing. Vediamo quali sono, secondo la letteratura, le unità più indicate per far fronte all'incertezza ambientale:

- Le unità cuscinetto: unità che "circondano" il nucleo operativo scambiando i materiali, le risorse tra l'ambiente e l'organizzazione. Esse aiutano il nucleo operativo a funzionare in maniera più efficiente assorbendo l'incertezza che proviene dall'ambiente esterno.
- I ruoli di confine: sono dei collegamenti tra l'impresa e gli elementi fondamentali dell'ambiente esterno. In pratica reperiscono dati per elaborare informazioni e tenere sempre aggiornati i manager riguardo i cambiamenti dell'ambiente. L'importanza dei ruoli di confine cresce con l'aumentare dell'incertezza dell'ambiente.
- I team di intelligence: è un gruppo inter-funzionale che ha l'obiettivo di comprendere in maniera approfondita le questioni che riguardano l'impresa per presentare nuove intuizioni, possibilità e raccomandazioni ai dirigenti.

L'incertezza e la complessità dell'ambiente possono essere gestite anche attraverso gli investimenti fatti in *Business Intelligence*: attività di confine che viene eseguita con mezzi tecnologici che elaborano una grandissima quantità di dati e forniscono modelli significativi.

Queste unità hanno le caratteristiche ideali per assorbire nel migliore dei modi un grado di incertezza e di complessità che un'azienda familiare, guidata esclusivamente dalla famiglia e con una struttura embrionale, non sarebbe in grado di sorreggere.

Infine, è importante notare come la differenziazione e l'integrazione tra le unità organizzative siano una buona risposta all'incertezza e alla complessità ambientali. La differenziazione organizzativa è la diversità degli orientamenti cognitivi ed emotivi tra i manager di differenti unità funzionali e tra le unità stesse<sup>19</sup>. È facile intuire che un ambiente complesso e dinamico comporta una grande specializzazione delle unità organizzative e di conseguenza una forte differenziazione tra esse. Tuttavia, una differenziazione elevata causa delle difficoltà di coordinamento e delle perdite di tempo per comunicare. Diventa di cruciale importanza l'integrazione, ossia la capacità di coordinare le unità. Questa capacità è detenuta dai così detti ruoli formali di integrazione (*project manager, product manager, brand manager*). Secondo una ricerca di Lawrence e Lorsh, le organizzazioni hanno risultati migliori quando i livelli di differenziazione e integrazione corrispondono al livello di incertezza ambientale.

In conclusione, è bene tener presente che per un'azienda in crescita in un ambiente esterno incerto, diventa di importanza vitale dotarsi di una struttura che possa fornire metodi di risposta rapida e coordinata: tale struttura si definisce di *Pianificazione e Controllo*, struttura che partecipa al coordinamento delle unità suddette.

#### c) Il controllo di gestione: un'unità fondamentale

Se l'impresa dovesse proseguire la sua strada aumentando ulteriormente il suo fatturato e la sua produzione diventa necessaria una struttura più complessa e capace di rispondere in maniera adeguata all'incertezza ambientale crescente. È importante dotare l'organizzazione di alcune linee di *Staff*: una delle più importanti è quella di *pianificazione e controllo*.

Nonostante numerose aziende soprattutto familiari non ne facciano uso, è un meccanismo idoneo alla risoluzione dei problemi aziendali e assicurano vitalità e longevità all'impresa. In un mondo globalizzato, occorre maggiore sensibilità agli stimoli che provengono dall'ambiente e, di conseguenza, le doti intuitive e l'esperienza del management non sono più sufficienti per risolvere le situazioni di rischio, di incertezza e di varietà che le aziende incontrano durante la loro crescita. È fondamentale per le imprese dotarsi di un meccanismo idoneo alla prevenzione e risoluzione dei problemi aziendali che minano la vitalità e la longevità dell'impresa, discorso che vale anche per le imprese di famiglia che tendono a mantenere uniti gli interessi aziendali con quelli famigliari.

Il team di *pianificazione e controllo* mette a disposizione dell'impresa alcuni strumenti per la sua gestione razionale e corretta. Questi strumenti sono fondamentali per tutti i livelli dell'organizzazione:

---

<sup>19</sup> J.W. Lorsch: "Introduction to the structural design of Organizations"

- il *vertice* deve occuparsi di prendere le decisioni strategiche che sono caratterizzate da un elevato grado di rischio e di incertezza, e da un forte grado di incompletezza informativa. Di conseguenza, il team di pianificazione e controllo fornisce supporto al vertice con una serie di documenti che permettono di prendere decisioni strategiche adeguate. Si parla della *pianificazione strategica formale*: serie di passaggi formali che consentono di ottenere un Piano Strategico di base, ovvero un documento, che in genere ha una valenza di 3 anni, e in cui viene descritta la strategia da eseguire per entrare in (o uscire da) un mercato, per progettare una nuova unità di business, per fare acquisizioni da altre aziende o anche procedere con un *downsizing*.
- Il *middle management* si occupa di trovare le tattiche per eseguire le strategie. Le decisioni tattiche sono scelte complesse che devono essere prese fra un numero elevato di alternative e richiedono un giudizio tecnico-professionale. Lo strumento messo a disposizione dall'unità di pianificazione e controllo è il *controllo direzionale*: serie di processi che permettono di raccogliere le informazioni necessarie per verificare le condizioni di efficienza, di efficacia, di qualità e di produttività dell'azienda o di una linea di prodotto.
- Il *nucleo operativo* dell'azienda compie le operazioni esecutive formalizzate e necessitano solo di un controllo operativo.

Gli ultimi mezzi messi a disposizione dal team di pianificazione e controllo, sono gli strumenti preventivi che antepongono alle scelte decisionali una fase di analisi per gestire le condizioni di incertezza: si parla del sistema di *Budgeting*. Il *Budget* è un sistema di guida per definire gli obiettivi da perseguire e per coordinare al meglio le funzioni aziendali. Esso viene redatto da un team interfunzionale anche detto *Comitato di Budget* e segue una stesura molto lunga e complessa ma che permette di ottenere un *Budget Economico*, un *Budget Finanziario* e un *Budget Patrimoniale*. Il primo ha la funzione di programmare e prevedere l'equilibrio economico dell'azienda, il secondo la solvibilità e la capacità di fare investimenti e il terzo, che viene costruito con l'aiuto del *Budget di Tesoreria* – strumento che mostra le variazioni di liquidità in ogni sotto periodo – mostra le variazioni future delle Attività e delle Passività aziendali.

I sistemi di *pianificazione e controllo* sono, senza dubbio, essenziali per tutte le imprese indipendentemente dalla loro dimensione.

### III) Considerazioni finali

Le imprese familiari devono perseguire i loro obiettivi di lungo termine, perciò è necessario che l'imprenditore trovi la tattica migliore per garantire la continuità aziendale durante il ricambio

generazionale. È doverosa una prima considerazione riguardo l'importanza della volontà degli eredi. Una parte di essi potrebbero non essere disposti a finanziare l'attività imprenditoriale per intraprendere i propri interessi e potrebbero richiedere la liquidazione delle loro quote. Nell'ipotesi in cui nessuno degli eredi sia interessato nella gestione dell'azienda di famiglia, l'imprenditore ha la possibilità di liquidarla facendo cessare l'attività, ovvero venderla ad investitori. In questo caso possono entrare in gioco i fondi di *Private Equity* che acquistano l'azienda – se appetibile – e permettono la sua continuità.

L'ingresso di un nuovo *leader* porta delle novità nelle prospettive aziendali che, se accettate e condivise dall'organizzazione, possono essere uno stimolo per la crescita.

La crescita di un'impresa deve essere sostenuta da un'organizzazione adeguata, pronta a gestire una quantità crescente di lavoro. La famiglia, nonostante l'imminente perdita di controllo sulla *governance*, deve considerare l'entrata di manager esterni che sappiano amministrare le risorse aziendali in maniera efficace ed efficiente nonostante il loro aumento. Questo processo deve essere introdotto in modo che tali figure gestiscano l'impresa nella volontà e negli interessi della famiglia. È facile capire l'entità del rischio di inciampare in elevati costi di tipo Principali-Agenti.

Le famiglie hanno risorse finanziarie limitate e non possono sostenere autonomamente – con il loro capitale e con l'autofinanziamento – gli investimenti necessari per intraprendere progetti virtuosi che permetterebbero una crescita dell'azienda. Il reperimento di fondi sul mercato – bancario o finanziario – è indispensabile anche se complicato per una PMI di carattere familiare non in grado di fornire una quantità di documenti e informazioni adeguate agli investitori. Il sistema finanziario italiano si sta ammodernando grazie alla nascita di nuove categorie di investitori che creano gli strumenti adeguati alle PMI, oltre che i sopra citati *Private Equity*, i così detti *Private Debt*.

## CAPITOLO 3: La finanza dell'impresa di famiglia

Nel capitolo precedente, abbiamo studiato in che modo un *family business* può sopravvivere e crescere nel tempo grazie a una gestione attenta dell'imprenditore e della famiglia.

Una famiglia ha risorse limitate, di conseguenza deve costantemente reperire il capitale necessario per supportare e spingere tale crescita. Il primo capitolo ci ha introdotto le peculiarità del sistema finanziario italiano, i suoi punti di forza e quelli di debolezza facendo emergere il fatto che le imprese italiane si finanziano principalmente tramite l'emissione di debito, prevalentemente bancario, e pertanto sono meno capitalizzate rispetto alle loro rivali internazionali.

A causa della crisi finanziaria del 2008, gli istituti bancari sono stati spinti a diminuire le attività detenute nei loro portafogli a discapito delle imprese, specialmente quelle di dimensioni più modeste a causa delle minori informazioni che esse sono in grado di fornire e dei minori rischi<sup>20</sup> che le banche stesse possono assumersi in capo in seguito a *Basilea 2* e *Basilea 3*. In risposta a tali ripercussioni, gli ordinamenti hanno ricercato nuovi strumenti finanziari che permettessero di indirizzare i finanziamenti verso l'*equity* così da superare i problemi di sottocapitalizzazione delle imprese.

Contemporaneamente sono nate le istituzioni che erogano questi servizi (c.d. fondi di *Private Equity*) che permettono agli investitori di partecipare al capitale di rischio delle imprese. Dall'altro lato, sorgono soggetti che sostituiscono parzialmente il debito erogato dal sistema bancario con prodotti innovativi che studieremo in questo capitolo (c.d. *Private Debt*).

I *family business*, al di là delle loro dimensioni, sono stati a loro volta danneggiati per effetto di altri rischi intrinseci al loro assetto proprietario e manageriale. Pertanto, dopo aver studiato i compiti e i fini della funzione finanza di un'impresa, le principali modalità di finanziamento di un'azienda in funzione del suo ciclo di vita, vedremo come i soggetti sopracitati possono aiutare anche le imprese di famiglia a reperire i capitali necessari.

### I) La funzione Finanza

La finanza è lo studio dell'allocazione efficiente del capitale. Ognuno dei tre attori principali dell'economia – famiglie, Stato e Aziende – deve allocare il proprio capitale cercando di ricavarne il massimo del beneficio. Se per lo Stato si parla di Finanza Pubblica, per le aziende Finanza Aziendale (Corporate Finance).

Tutte le aziende necessitano di capitali per intraprendere i loro progetti. Il fabbisogno finanziario può essere soddisfatto (i) tramite il capitale apportato dai soci, (ii) ricorrendo al mercato finanziario

---

<sup>20</sup> Con il termine "Rischio" si intende il trade-off tra il rendimento del titolo ed il suo rendimento atteso di un investimento. La caratteristica fondamentale del rischio finanziario è la simmetria: può essere un risultato negativo o positivo.

ovvero (iii) emettendo titoli sul mercato dei capitali. Oltre a scegliere i canali di finanziamento, l'azienda deve selezionare gli investimenti da effettuare. La funzione finanza è la struttura preposta al reperimento e alla gestione del capitale dell'azienda.

#### A) Chi prende le decisioni di carattere finanziario?

La funzione Finanza è guidata da un *manager* con dei compiti precisi. Consideriamo lo schema



Figura 8: Movimento dei flussi finanziari tra gli investitori e impresa.

seguinte:

le frecce indicano i movimenti dei flussi finanziari. In primo luogo, i flussi iniziano nel momento in cui l'azienda emette dei titoli sul mercato. Il denaro raccolto dagli investitori viene impiegato nella gestione operativa dell'impresa acquistando attività reali che, se ben utilizzate, generano flussi di cassa in entrata. A questo punto vi sono due alternative: il denaro può essere reinvestito nell'impresa o restituito agli investitori.

Notiamo che il manager finanziario si colloca tra gli investitori (sia azionisti che non) e l'impresa poiché ha il ruolo di contrattare con i primi e di scegliere gli investimenti da effettuare. Allora è facile desumere che lo scopo del *financial manager* è quello di massimizzare il valore delle azioni così da rendere più "ricchi" gli azionisti. Tale obiettivo è raggiungibile solo se il denaro è investito in progetti virtuosi che rendono di più del costo opportunità del capitale, perché?

Innanzitutto, supponendo che l'impresa abbia i fondi a disposizione, essa fa una proposta di investimento in attività reali agli azionisti, i quali hanno la facoltà di accettarla o meno. La scelta tra investire o non investire dipende dalla redditività del progetto proposto: se questo è maggiore della redditività ottenibile con un investimento con lo stesso rischio sul mercato finanziario allora gli azionisti voteranno a favore e, infine, se il rendimento dell'investimento è maggiore del rendimento di un investimento nel mercato finanziario, il valore di mercato delle azioni aumenta rendendo più felici gli azionisti.

Nel caso in cui la proposta venga declinata, il *financial manager* può distribuire il denaro che possedeva sotto forma di dividendi così che gli azionisti possano reinvestirli come meglio credono.

Il processo descritto può essere scomposto in due fasi:

- La fase di selezione degli investimenti da effettuare, ossia l'attività di *capital budgetting*.

- Lo studio della struttura del proprio capitale, fondamentale per determinare il Costo Medio Ponderato del Capitale (WACC)<sup>21</sup>. Il WACC rappresenta il tasso di rendimento minimo che l'azienda deve ottenere per remunerare l'equity ed il debito. Questo tasso è utilizzato dai manager per attualizzare i flussi di cassa derivanti da un progetto di investimento "medio".

Il *financial manager* deve considerare le fasi descritte per perseguire al meglio l'obiettivo finanziario dell'impresa: creare valore per gli azionisti.

## B) Differenze tra la piccola/media dimensione e la grande impresa

Nelle imprese di maggiori dimensioni la funzione finanza è guidata dal *Chief Financial Officer (CFO)* al quale sono subordinati il *Controller* e il *Treasurer*. Il primo è il responsabile della divisione di Pianificazione e Controllo, si occupa della formazione dei piani economico-finanziari e del processo di *capital budgeting*; il secondo è un *manager* che ha il ruolo di ricercare i finanziamenti adeguati e di gestire la liquidità dell'impresa.

L'importanza della figura del CFO sta nel fatto che egli definisce la politica finanziaria dell'impresa e, di conseguenza, lavora a stretto contatto con i *manager* delle altre funzioni poiché i maggiori progetti di investimento sono strettamente legati allo sviluppo dei prodotti, ai piani di produzione ed ai piani di *marketing*.

Il vettore chiave dei finanziamenti è, senza dubbio, la quantità di informazioni che un'impresa riesce a fornire ai suoi investitori. È chiaro che la grande dimensione ha un'efficacia maggiore nell'estrapolare i dati e dare informazioni adeguate a terzi grazie agli uffici preposti a tali scopi e pertanto la grande dimensione potrebbe rappresentare un vantaggio per reperire finanziamenti a condizioni migliori rispetto alla piccola dimensione. Inoltre, vi è il fatto che le grandi imprese possono, in genere, vantare una storicità delle informazioni maggiore.

Le imprese di dimensioni più contenute non necessitano di una struttura complessa come quella descritta precedentemente. Spesso una sola persona – nelle imprese più modeste l'imprenditore stesso – si occupa della gestione finanziaria. Questo rappresenta un vantaggio dato che non può esserci nessun conflitto di interessi tra i proprietari e i manager, o tra i manager di diverse funzioni, di fatto queste figure si confondono nella stessa persona. Si può desumere che sono ridotti al minimo i *costi di agenzia*<sup>22</sup> e i *costi di trasferimento interno delle informazioni* e pertanto gli investitori saranno certi di non inciampare in asimmetrie informative.

<sup>21</sup>  $WACC = r(E) * \frac{E}{D+E} + r(D) * \frac{D}{D+E} * (1 - t)$  dove  $r(E)$  è il ROE;  $E$  è l'Equity;  $D$  è il capitale di debito;  $r(D)$  il costo del debito;  $t$  è l'aliquota fiscale.

<sup>22</sup> Costi che nascono nel momento in cui i manager non operano nell'interesse dei principal (i soci o gli azionisti).

## II) Le modalità di finanziamento di un'impresa

Le imprese devono essere capaci di scegliere come finanziare la propria attività. Capiremo che il *financial manager* deve compiere delle scelte in funzione alla provenienza dei fondi, alla fase del ciclo di vita dell'impresa e alla natura degli investimenti che l'impresa deve effettuare.

### A) Finanziamento interno e esterno

L'impresa può scegliere se reinvestire il flusso monetario derivante dalle attività operative ovvero restituirlo agli investitori<sup>23</sup>. Nel primo caso si parla di autofinanziamento (o finanziamento interno), ossia la capacità dell'impresa di provvedere al proprio fabbisogno finanziario attraverso i flussi derivanti dalla gestione operativa ovvero dalla cessione di *asset* dell'azienda. L'utilizzo di fondi interni per finanziare l'azienda è visto di buon occhio dagli azionisti sino a quando questi siano investiti in progetti con un VAN<sup>24</sup> positivo, i quali aumenterebbero il valore delle azioni da loro possedute.

Le imprese tentano di fare affidamento sui finanziamenti interni per altre tre ragioni: (i) si evitano i costi di emissione dei diversi titoli; (ii) si evita di fornire eccessive informazioni all'esterno; (iii) si evitano i costi associabili ai segnali negativi che derivano dall'emissione di nuove azioni.

I finanziamenti esterni possono essere reperiti sia emettendo titoli del capitale di rischio – l'emissione di azioni nelle Società per Azioni (SpA) – che debito. L'emissione di capitale di rischio ha il vantaggio di non prevedere una scadenza di rimborso e la remunerazione degli azionisti è legata alla capacità dell'impresa di generare utili e di incrementare il valore dell'*equity*.

Le imprese che si indebitano prevedono di effettuare il rimborso del capitale e degli interessi in scadenze predefinite. Innanzitutto, il debito non dipende dall'andamento dell'impresa né, per le società di capitali, dal patrimonio dell'imprenditore ma è garantito dal patrimonio dell'azienda e quindi dai suoi *asset*. Esistono una varietà immensa di titoli di debito che possono dipendere dalla durata, dal tasso di interesse (se variabile o fisso), dalla valuta, dai diritti conferiti ai creditori (i.e. diritti di opzione di acquisto) e dalle garanzie.

Sia l'*equity* che i titoli di debito possono essere emessi su mercati regolamentati. Sarà compito del *financial manager* trovare le giuste modalità di finanziamento in funzione al ciclo di vita dell'impresa.

### B) Finanziamento e ciclo di vita

---

<sup>23</sup> Tale scelta è subordinata ai vincoli contrattuali posti in essere.

<sup>24</sup> Il Valore Attuale Netto è la sommatoria dei flussi di cassa derivanti da un investimento attualizzati per il tasso di interesse in un tempo predefinito. 
$$VAN = \frac{\sum_{t=0}^n Ft}{(1+i)^t}$$

Durante la vita di un'impresa vi sono due aspetti che variano a seconda della fase in cui essa si trova:

(i) le caratteristiche operative; (ii) la finanza dell'attività.

- *La Early Phase*: questo è lo *stage* in cui l'imprenditore pensa alla sua idea imprenditoriale cercando di fare delle analisi di mercato e del *business* in sé avviando, in seguito, la propria *Start-Up* fino al momento dell'inizio della produzione.

La nuova impresa non ha generato ancora nessun ricavo ma sostiene dei costi molto elevati dovuti agli investimenti in *assets* (soprattutto produttivi e immobili), e all'acquisto delle materie prime.

Le risorse finanziarie provengono principalmente dal patrimonio dell'imprenditore stesso o da incubatori, *Venture Capital* e *Business Angels*. Questi soggetti finanziano l'attività imprenditoriale acquistando una quota dell'azienda o emettendo obbligazioni convertibili. In effetti, la neo-azienda non può richiedere prestiti e indebitarsi perché ancora non genera ricavi e di conseguenza non sarebbe in grado di restituire il prestito e gli interessi. Pertanto, i finanziamenti sono principalmente diretti al capitale di rischio.

- *Fase dell'espansione*: in questa fase l'impresa vende il proprio prodotto e inizia ad avere dei profitti positivi.

Possiamo riconoscere 2 momenti chiave:

- 1) La fase della scalata al mercato in cui l'impresa tenta di affermarsi e diventare *market leader*.
- 2) La fase in cui prova a standardizzare i propri processi produttivi per aumentare ulteriormente i profitti.

L'impresa può permettersi di contrarre dei debiti e sfruttare la leva finanziaria grazie al fatto che è in grado di fornire alcuni dati storici ai finanziatori e grazie alla possibilità – data dai profitti generati – di restituire la somma dovuta e pagare gli interessi maturati. Nonostante ciò non diminuisce l'importanza dei finanziamenti in *equity* apportati dai *Venture Capital* e dai fondi di *Private Equity*. Il ruolo di questi soggetti sarà discusso successivamente in maniera approfondita.

- *Private-to-Public Phase*: l'impresa è ormai matura, affermata con la necessità di procedere con un *IPO* e quotarsi in borsa con l'obiettivo di ottenere ulteriore liquidità. In questa fase è importante il ruolo delle banche di investimento che aiutano l'azienda a preparare l'Offerta Iniziale di Acquisto e ad emettere le azioni.
- *Public-to-Private Phase*: Esiste anche una possibile fase che riporterebbe l'impresa ad assumere una forma proprietaria privata. Questa situazione è frutto del fatto che i manager potrebbero non sopportare i vincoli stringenti imposti alle imprese quotate per tutelare gli investitori.

In Italia le imprese sono molto sottocapitalizzate e si finanziano principalmente facendo ricorso al canale bancario. Abbiamo visto, tuttavia, che altri soggetti ed istituti possono intervenire durante la vita dell'azienda per apportare i finanziamenti di cui necessitano offrendo prodotti più flessibili rispetto ai prestiti bancari.

### III) Le nuove forme di finanziamento

A causa della crisi finanziaria del 2007, le imprese hanno difficoltà evidenti a reperire i capitali necessari tramite gli istituti bancari. Inoltre, ricordiamo che moltissime aziende familiari non riescono a gestire determinati momenti critici quale il processo di ricambio generazionale. Da queste due considerazioni sono nati alcuni soggetti in grado di aiutarle sia dal punto di vista finanziario che della gestione manageriale.

#### A) Il Private Equity e il Venture Capital

##### a) Introduzione al Private Equity

L'associazione italiana del Private Equity e del Venture Capital (l'AIFI) definisce tali attività come "attività di investimento istituzionale nel capitale di rischio di imprese non quotate, con l'obiettivo della valorizzazione dell'impresa oggetto dell'investimento ai fini della sua dismissione entro un periodo di medio-lungo termine". Il fondo di Private Equity diventa socio a tutti gli effetti apportando finanziamenti e competenze manageriali alla Società con il fine di farla crescere e, conseguentemente, alienarla.

L'attività di Private Equity è diversificata a seconda del ciclo di vita dell'impresa e delle dinamiche – interne o esterne – che deve affrontare.

Il Venture Capitale è un segmento del Private equity specializzato nel finanziamento delle imprese nelle prime fasi del ciclo di vita. quest'attività può essere divisa in tre sotto-segimenti:

- 1) *Seed Financing*: intervento dell'investitore nel capitale di rischio quando l'imprenditore dispone di un'idea ma non esiste un prodotto.
- 2) *Start-Up Financing*: l'investitore interviene nella fase di avvio della produzione. È da notare che in questo stadio si è superata la fase di sperimentazione ed esiste già un'organizzazione embrionale che ha avviato le prime ricerche di mercato. L'investitore apporta nel capitale di rischio i finanziamenti adeguati a sostenere lo sviluppo dell'organizzazione aziendale, della fase produttiva e della commercializzazione. L'investitore monitora continuamente l'attività

dell'impresa attraverso la partecipazione nel consiglio di amministrazione con dei rappresentanti che partecipano alla definizione della strategia aziendale.

Oltre all'attività di Venture Capital, i fondi di Private Equity possono intraprendere due ulteriori attività: (i) il *Development Capital* e (ii) il *Replacement Capital & Buy Out*. La prima attività è finalizzata a sostenere i piani di crescita interni della società come, a titolo esemplificativo, il lancio di nuovi prodotti o la penetrazione in nuovi mercati; ed esterni quali l'acquisizione di una società o l'emissione di un prestito obbligazionario convertibile.

La seconda attività è molto importante, soprattutto per le imprese di famiglia oggetto della nostra analisi. Il *Development Capital* ha l'obiettivo di sostituire gli azionisti di minoranza. Contrariamente, il *Buy-Out* consiste nell'attività di sostituzione degli azionisti di maggioranza, pertanto il PE può essere un mezzo nella fase di successione e nel momento in cui, considerata la volontà degli eredi, l'imprenditore decida di alienare l'impresa.

Come descritto dal *Rapporto AIFI: Private Equity e Corporate Governance*, ogni tipologia di azione comporta procedure molto diverse le une alle altre. È interessante studiare quali presupposti occorrono ai *Private Equity* e come questi soggetti interagiscono con il mondo dei *Family Business*.

#### b) I punti di partenza per l'intervento del Private Equity

Il futuro socio finanziatore deve compiere le dovute analisi sull'azienda target da acquisire. In primo luogo, è importante adoperare alcune osservazioni di tipo "macro" per stimare i rischi e le potenzialità del settore. Procede così allo studio dell'attrattività del settore valutando in che modo il suo grado di competitività e di maturità influenzi le performance delle aziende. Il modello più comune è il *modello delle cinque forze competitive di Porter*. Secondo Porter il vantaggio competitivo deriva da cinque forze principali quali: (i) la minaccia dei nuovi entranti, (ii) il potere contrattuale dei clienti, (iii) il potere contrattuale dei fornitori, (iv) la minaccia dei prodotti sostitutivi e (v) il grado di rivalità delle imprese esistenti nel settore.

È importante conoscere la struttura del settore. Di conseguenza, un buon analista di un Private Equity deve tenere sempre in mente la *Catena del valore di Porter applicata al settore* così da poter comprendere le fonti del vantaggio competitivo dell'azienda target.

Un altro aspetto fondamentale è il grado di crescita e di espansione del settore, sinonimo di possibilità di crescita delle vendite dell'impresa target.

Non di meno importanza è lo studio del grado di intensità del capitale per capire quanto può essere sfruttata la leva operativa dall'azienda. Le aziende che operano in settori ad alta intensità di capitale sono più rischiose a causa della necessità di investire una quantità molto elevate di capitale in capacità produttiva e beni materiali. Di conseguenza, queste aziende presentano elevati costi fissi che influenzano la redditività sia negativamente – in caso non si raggiunga il punto di pareggio si

sosterrebbero perdite ingenti – che positivamente poiché, al contrario, se si super il punto di pareggio si hanno margini di profitto molto elevati. Inoltre, i settori ad alta intensità di capitale necessitano di finanziamenti a lungo termine aumentando ulteriormente i profili di rischio delle aziende che vi operano.

Dopo aver studiato il settore – studio che permette di capire quali sono le prospettive dell'impresa – è necessaria un'analisi di tipo “micro” per capire il posizionamento competitivo e le performance dell'impresa target. Per il primo è comune il modello della *SWOT Analysis* che aiuta ad identificare i fattori interni ed esterni favorevoli al raggiungimento degli obiettivi aziendali. Quest'analisi consiste nello studiare quattro dimensioni:

- *Strengths*: sono i punti di forza dell'impresa (i.e. la posizione di mercato);
- *Weaknesses*: sono i punti di debolezza dell'impresa (i.e. il basso potere contrattuale dei concorrenti);
- *Opportunities*: sono le opportunità dell'azienda (i.e. la possibilità di entrare in un segmento di nicchia);
- *Threats*: le minacce (i.e. l'elevata competizione delle altre imprese).

La *SWOT Analysis* è uno strumento ideale per comprendere le possibilità dell'impresa target di generare un *Cash Flow* adeguato e sostenibile per massimizzare il valore dell'equity per il Private Equity.

Lo step successivo è un'indagine accurata sulla liquidità, solvibilità e sulle performance storiche dell'azienda target.

Per intraprendere quest'analisi e confrontare le diverse aziende target il fondo di Private Equity utilizza l'EBITDA (anche detto Margine Operativo Lordo). Questo si calcola come Valore della Produzione – costi esterni – costi del personale<sup>25</sup>. L'EBITDA è riconosciuto come un buon indicatore perché prescinde dagli Ammortamenti e dalle svalutazioni, voci in cui rischiano di esserci le così dette “manovre aziendali” da parte del management. Inoltre, è facilmente calcolabile e fornisce una buona approssimazione della redditività.

Gli studi intrapresi dai Private Equity prima di investire in un'impresa target sono minuziosi e molto lunghi ma sono pienamente giustificata dall'attività di gestione dell'azienda per accrescerne il valore. Da quest'ultimo aspetto appare di fondamentale importanza la forte collaborazione che deve sussistere tra il soggetto investitore e l'imprenditore.

### c) Il socio imprenditore: una figura fondamentale

---

<sup>25</sup> *EBITDA (Earnings Before Incomes, Taxes, Devaluations and Amortisations*  
*=Valore della Produzione – Costi Esterni – Costi del Personale.*

La collaborazione tra il socio investitore e il PE è determinante per permettere l'incontro tra le capacità operative del primo e le capacità finanziarie del secondo. I due soggetti, insieme, saranno in grado di definire al meglio la strategia finanziaria ed operativa dell'impresa.

Il socio imprenditore è colui che ha avuto l'idea imprenditoriale, colui che ha plasmato l'azienda secondo il proprio credo definendone la cultura interna. Il socio investitore non può permettere la sua uscita diretta altrimenti rischierebbe di annientare la produttività dell'azienda, quindi si può affermare che il primo investimento viene fatto nel socio imprenditore per far sì che egli abbia un ruolo attivo durante tutta la vita dell'investimento (o almeno, se l'imprenditore decide di alienare la sua partecipazione, finché il PE non sia riuscito a creare la cultura giusta per mantenere un buon livello di produttività).

In tale contesto nascono delle regole di *Corporate Governance* volte a garantire la stabilità della proprietà ed il coinvolgimento del Socio Imprenditore:

- La regola del *lock-up* in forza della quale il socio investitore si impegna a non cedere la propria partecipazione per un periodo di tempo limitato.
- La regola dell'*earn-out* che consiste in pagamenti differiti prestabiliti (e legati al raggiungimento di determinati obiettivi) del prezzo di compravendita della partecipazione verso l'imprenditore che ha alienato la sua quota. Questo strumento viene utilizzato per far sì che, anche dopo la cessione, l'imprenditore continui a mantenere un ruolo operativo nell'impresa.
- L'accordo di *exit ratchet*, in forza del quale, al momento del disinvestimento da parte del PE, il socio imprenditore si impegna ad acquistare la partecipazione del socio uscente in modo tale che aumenti la sua quota detenuta.

L'imprenditore deve rimanere centrale nella vita aziendale e i sistemi messi in atto dai PE sono tutti volti a mantenerlo in azienda con ruoli importanti fino alla fine dell'investimento.

#### d) I vantaggi apportati dai *Private Equity*

Dopo aver descritto come funziona l'investimento in una società target studiamo i numerosi vantaggi che ne derivano.

Innanzitutto, si riscontra un miglioramento della cultura manageriale interna all'impresa. La società finanziatrice apporta la capacità di delineare delle strategie di sviluppo e lo sviluppo di un network necessario per aumentare le occasioni di crescita attraverso fusioni o joint-venture. Il socio imprenditore è il detentore del *know how* operativo specifico dell'impresa. Insieme i due soggetti sono capaci di creare i presupposti adatti per andare incontro a contesti competitivi più evoluti.

L'inserimento di numerose regole per la *Corporate Governance* dell'impresa comportano un'organizzazione più strutturata. Questo aspetto non è fondamentale solo per la produttività, ma

partecipa a fornire al mercato e alle banche un flusso informativo di qualità migliore che si traduce, come abbiamo visto precedentemente, in costi di finanziamento più contenuti.

Tutto ciò appare molto vantaggioso per le imprese familiari. Il motivo si riscontra nella trasparenza dell'impresa nei confronti dei terzi. Di fatto l'azienda diverrebbe indipendente dai singoli individui o dalla famiglia di appartenenza, così che non si verificherebbe più il fenomeno negativo del "capitale condiviso" tra azienda e famiglia e non vi sarebbero più condizionamenti che provengono dagli interessi della sfera familiare. L'impresa migliorerebbe in termini di trasparenza e di affidabilità dando un segnale molto positivo al mercato e migliorando eventualmente il proprio *rating* riducendo il costo di un futuro indebitamento.

I *Private Equity* sono un partner strategico per le imprese familiari nella gestione del ricambio generazionale.

Secondo un'intervista del *Corriere della Sera*<sup>26</sup> ad un *Manager* di UBS «La soluzione migliore sarebbe realizzare insieme il cambio di guida dalla vecchia alla nuova generazione, cogliendo l'occasione per portare in azienda capitale, competenze e network. Insomma, risulta più efficace gestire il passaggio creando contestualmente una forte discontinuità nel capitale perché una tale operazione rafforza l'azienda, introduce regole meno dipendenti dalle dinamiche familiari e offre nuovi stimoli al giovane imprenditore che subentra».

Da quanto detto precedentemente e dall'intervista al *Manager* di UBS, riscontriamo alcune implicazioni importanti:

- Nel caso in cui l'azienda prosegua la sua vita nell'ambito della famiglia, il *Private Equity* è in grado di liquidare il socio (l'erede) non interessato all'impresa rilevandone le quote senza costringere gli azionisti ad intaccare il proprio patrimonio ed evitando i possibili conflitti familiari.
- Nel caso in cui l'azienda non prosegua la propria vita nell'ambito della famiglia, il *Private Equity* è in grado di dare continuità all'attività economica acquistando facendo un *buy-out* sul socio imprenditore.
- I fondi possono essere un polo di attrazione per un capitale umano migliore con le competenze necessarie per portare l'impresa da una gestione familiare ad una gestione manageriale.

I vantaggi che derivano dagli investimenti dei fondi di *Private Equity* sono molto importanti e, nella fase critica del ricambio generazionale, rappresenta un'opportunità di crescita, di sviluppo e di miglioramento del capitale dell'azienda.

## B) Il *Private Debt*

---

<sup>26</sup> «Passare il testimone: funziona meglio se si apre l'azienda al mercato», *Corriere della Sera*; Fabio Sottocornola, 2 maggio 2018.

a) Le caratteristiche principali dei fondi di *Private Debt*

Dopo la crisi finanziaria del 2007, i governi hanno posto l'attenzione sulla ricerca di strumenti finanziari in grado di fornire alle imprese nuovi canali di finanziamento alternativi a quello bancario che dovrebbero avere l'effetto di ribilanciare il sistema finanziario verso il mercato. Fino al 2016, secondo il Testo Unico Bancario, le banche e gli intermediari finanziari erano gli unici soggetti preposti all'attività di concessione di finanziamenti. Tuttavia, il Decreto-legge 18/16 ha reso possibile l'attività di investimento per gli Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio.

In tale contesto nasce la disciplina del *Private Debt*. In Italia, per i fondi che erogano tali prestiti si è delineata una segmentazione per prodotto in cui ritroviamo i fondi di *Minibond* ed i fondi di *Private Debt*. I primi offrono un prodotto standardizzato, non fanno *due diligence*<sup>27</sup> e si affidano principalmente alle agenzie di *rating*. I secondi, al contrario, offrono prodotti personalizzati secondo le esigenze dell'impresa da finanziare e la aiutano, così come i fondi di PE, anche dal punto di vista strategico dato che supportano la sua crescita e, se necessario, il ricambio di azionariato.

Le banche hanno dei modelli di business profondamente diversi da quelli dei fondi di *Private Debt* che si traducono nel fatto che i due soggetti hanno approcci al cliente molto differenti. La banca detiene nei suoi portafogli una grandissima quantità di investimenti diversificandolo per ridurre il più possibile i rischi. Di conseguenza, per decidere il merito creditizio di un'impresa si affida alle agenzie di rating ed effettua delle analisi sui dati storici. Per ridurre al minimo i propri costi, infine, il sistema bancario offre diversi prodotti molto standardizzati così da sfruttare le economie di scala. Il risultato è un sistema molto meccanico in cui alcune imprese rischiano di trovarsi in difficoltà a causa dell'impossibilità di sostenere tali rigidità.

Al contrario, il *Private Debt* è molto più vicino al cliente, aspetto che si vede principalmente dal fatto che valuta soprattutto il business plan dell'azienda. Si può affermare che il *Private Debt* è interessato alla strategia aziendale. Questo è possibile poiché, a differenza di una banca, questo soggetto gestisce un portafogli molto meno ampio e pertanto ha la possibilità di seguire attentamente le aziende finanziate.

Le imprese familiari, date le ambiguità finanziarie che rischiano di minare il loro accesso al credito, possono contare sui *Private Debt* per ottenere forme di finanziamento personalizzati che potrebbero aiutarle nella loro crescita e nelle fasi critiche che incontrano durante il loro ciclo di vita.

b) I *Minibond*: strumenti finanziari a servizio delle PMI

Secondo il decreto *Destinazione Italia* del 2013, i *Minibond* possono essere emessi dalle società italiane non quotate, escluse le banche e le Microimprese. Tali titoli vengono collocati per permettere

---

<sup>27</sup> Una *due diligence* è un'attività di ricerca e di approfondimento intrapresa per compiere un investimento.

alle PMI di avere la necessaria liquidità per finanziare i loro progetti di sviluppo. Per essere emessi, devono sussistere le condizioni seguenti:

1. L'emissione deve essere assistita da uno *sponsor*. Lo *sponsor* può essere una banca, una SGR, un'impresa di investimento, le SICAV, le società di gestione armonizzate, gli intermediari iscritti nell'elenco previsto dall'articolo 107 del TUB e le banche autorizzate all'esercizio dei servizi di investimento aventi sede legale in uno Stato extracomunitario autorizzate alla prestazione dei servizi nel territorio delle Repubblica;
2. L'ultimo bilancio della società emittente deve essere revisionato da un revisore legale o da una società di revisione;
3. I titoli vengano collocati presso investitori qualificati e circolino tra tali investitori a condizione che non siano direttamente o indirettamente soci.

Tali strumenti sono molto utili per le PMI perché permettono un maggiore accesso al credito a costi più contenuti. Ciò nonostante, è importante precisare che tali strumenti non devono essere utilizzati come supporto per le aziende in crisi, ma devono essere sfruttati per finanziare progetti virtuosi di crescita.

Secondo i dati di *borsaitaliana.it*, fino al 2016 sono state effettuate 221 operazioni per un valore di 8,6 miliardi di euro. Tuttavia, tale canale di finanziamento alternativo a quello bancario è destinato a crescere poiché si contano più di 10 mila aziende aventi le condizioni necessarie per entrarvi.

#### IV) Considerazioni Finali

Nel contesto Italiano, carente di imprese di grandi dimensioni molto capitalizzate, i fondi di Private Equity rappresentano una soluzione per apportare maggiori capitali alle imprese, per contrastare lo sbilanciamento verso il sistema bancario e per garantire continuità e crescita per le imprese familiari. Da qui la ricerca, da parte dei governi post-crisi, di una normativa adatta a sostenere coloro che fanno affidamento a tali soggetti per finanziare i progetti virtuosi.

I risultati sono evidenti. Negli ultimi anni il mercato dei fondi che investono nel capitale di rischio delle aziende (*Private Equity*) e di quelli che concedono finanziamenti molto personalizzati in capitale di debito (*Private Debt*) è aumentato ed è cresciuto, soprattutto tra il 2017 e il 2018, il numero di PMI quotate su AIM Italia.

Nonostante l'entrata in azienda possa essere considerata "invasiva" dai membri del nucleo familiare, gli obiettivi dei *Private Equity* sono per qualche verso comuni a quelli della famiglia imprenditrice in quanto entrambi vogliono dare continuità all'impresa smobilizzando il proprio investimento ad un valore più elevato.

Infine, i *Private Equity* ed i *Private Debt* portano alle imprese familiari numerosi vantaggi quali una visione strategica ben definita, un network molto esteso e una gestione attenta del capitale finanziario dell'impresa.

## CAPITOLO 4: Due casi di successo

In questo capitolo studieremo due *family business* di grande successo. Entrambe hanno avuto successo grazie alle peculiarità delle imprese di famiglia e hanno affrontato dei momenti di difficoltà risollemandosi grazie all'affetto che le famiglie imprenditrici avevano – e che hanno tutt'ora – per le loro aziende. La prima impresa che incontriamo è cresciuta molto durante la gestione della prima generazione grazie alle strategie vincenti dell'imprenditore pur mantenendo un assetto finanziario in linea con le caratteristiche italiane. La seconda....

### I) Il caso M.A.P.E.I.

M.A.P.E.I. è un'azienda leader nella produzione di materiali per l'edilizia fondata nel 12 febbraio 1937 da Rodolfo Squinzi. Sin dalla sua fondazione, la proprietà aziendale appartiene interamente alla famiglia Squinzi e il modello di gestione è quello dell'Amministratore Unico.

M.A.P.E.I. inizia la sua attività di impresa producendo intonaci colorati ed altri materiali per rivestimenti edili. Durante gli anni della guerra la produzione è stata arrestata per poi riprendere durante gli anni del dopoguerra e del boom economico italiano.

Durante gli anni 60 l'impresa getta le fondamenta per la sua crescita. Il mercato della ceramica era in forte espansione e l'azienda si era fatta strada offrendo dei prodotti standardizzati ma innovativi. In una seconda fase si è aperta a due aspetti fondamentali: la differenziazione e la ricerca.

Gli anni 70 sono stati gli anni dell'avvio del processo di internazionalizzazione con l'apertura di uno stabilimento in Canada. La caratteristica principale dell'internazionalizzazione di M.A.P.E.I. è il fatto che non vi è delocalizzazione produttiva. Di conseguenza, con la crescita dell'azienda, sono cresciuti i suoi dipendenti in Italia. Durante questa fase sono state fondamentali le assunzioni di dipendenti con responsabilità – direttore marketing, controllo di gestione – e di manager per il coordinamento delle risorse. Pertanto, oltre diventare una multinazionale, in questi anni l'azienda inizia ad avere la struttura tipica della fase burocratica vista nel capitolo 1.

Nel 1994, M.A.P.E.I. acquisisce Vinavil, sua diretta concorrente nel mercato delle colle, procedendo così verso un'integrazione a monte.

Proseguendo la sua crescita, nel 2017 l'azienda ha fatturato oltre 2,2 miliardi di euro.

### A) La struttura manageriale

L'azienda appartiene interamente alla famiglia Squinzi e presenta l'assetto dell'Amministratore Unico. Secondo l'attuale Amministratore Delegato, Giorgio Squinzi, questo assetto proprietario e manageriale è stata una delle chiavi del successo di M.A.P.E.I. poiché permette di prendere le scelte strategiche rapidamente evitando i rapporti conflittuali con membri eletti da altri azionisti. Inoltre, precisa che non mancano i raduni informali di famiglia per parlare dell'azienda, evitando di sostenere i costi per un organo rappresentativo degli azionisti.

I figli di Rodolfo, Giorgio e Laura, oltre ad esserne i proprietari hanno entrambi un ruolo attivo nell'azienda, essendo il primo l'Amministratore Delegato e la seconda – avvocato – la responsabile degli aspetti legali.

## B) Il passaggio generazionale

La morte di Rodolfo è stata uno shock per la famiglia Squinzi e per l'azienda a causa del suo assetto manageriale, ossia l'Amministratore Unico. Tale momento drastico è stato, tuttavia, superato contenendo al massimo i pericoli nei quali sarebbe potuta cadere l'azienda. Il management dell'impresa è stato la chiave della fluidità del passaggio generazionale ed ha dato la possibilità all'attuale Amministratore Delegato, nonché il figlio di Rodolfo, la possibilità di condurre l'azienda senza creare rotture troppo drastiche rispetto alla gestione del padre.

In questa fase l'azienda ha rischiato di perdere competitività dal punto di vista del mercato del credito. In quest'ottica, Laura ha avuto un ruolo essenziale, essendosi recata presso tutti gli istituti bancari con i quali l'azienda avesse un rapporto e avendoli rassicurati riguardo la continuità dell'azienda.

Al giorno d'oggi vi sono tre eredi (Marco, Veronica e Simona), due dei quali già hanno un ruolo in azienda (Marco e Veronica). In questo aspetto ritroviamo l'importanza della preparazione degli eredi per garantire una continuità e un passaggio generazionale fluido, anche se quest'ultimo non sembra essere ancora all'orizzonte.

## C) La struttura finanziaria

La M.A.P.E.I. è finanziata esclusivamente con capitale di debito proveniente da istituti bancari. L'azienda non ha mai riscontrato particolari problemi nel reperire i finanziamenti, principalmente a causa della propria strategia di non distribuire gli utili ma di reinvestirli nell'impresa stessa (Autofinanziamento).

## II) Il caso Alajmo S.p.A.

Alajmo S.p.A è una società leader nell'alta ristorazione italiana con sede a Serameola, frazione di Rubiano, in provincia di Padova. Oltre a *Le Calandre*, la famiglia Alajmo possiede altri due ristoranti e tre *Caffè-Bistrot*.

Negli anni del secondo dopoguerra, Erminio Alajmo e sua moglie Rita Chimetto, fondano il primo ristorante *Le Calandre*, oggi uno dei diciassette locali italiani che possono vantare le tre stelle *Michelin*. Con il passare degli anni, l'azienda ha affrontato il ricambio generazionale con successo riuscendo a dare un ruolo ad ognuno dei 3 figli (Raffaele, Massimiliano e Laura) nell'impresa di famiglia, nonostante nessuno dei 3 figli sia stato "obbligato" dai genitori. Si può dire che il ricambio generazionale sia avvenuto nel migliore dei modi.

La storia di questo *family business* è sensazionale soprattutto per le strategie messe in atto dall'attuale Amministratore Delegato (Raffaele), sempre in collaborazione con la sua famiglia, per far crescere l'impresa nel settore dell'alta cucina.

Nel 2010, la società di *Private Equity* Venice S.p.A. (società controllata dalla Palladio Finanziaria) entra nel capitale di rischio di Alajmo S.p.A acquistandone il 25%. È la prima volta che un investitore istituzionale acquista una quota così elevata di un'impresa di famiglia che si occupa di ristorazione. L'entrata di questo investitore ha permesso all'impresa di perseguire le proprie strategie e ottenere dei risultati sorprendenti quali il raddoppio del fatturato (arrivato a circa 9,5 milioni di euro in soli due anni) e l'aumento dimensionale.

L'inserimento di un investitore è stato pensato nel 2009 da Raffaele per far fronte ad un periodo di crisi in cui l'impresa aveva dei problemi di cassa e doveva ripagare i finanziamenti apportati dalle banche e i finanziatori. Inoltre in tale periodo gli istituti bancari stavano praticando un forte *credit crunch* e , pertanto, trovare finanziamenti alternati rappresenterebbe la scelta ottimale.

Per attirare un investitore, la famiglia ha pensato ad un piano di espansione del loro *business* e ha rinnovato la società dal punto di vista manageriale cercando di renderla il più appetibile possibile. Per intraprendere il secondo punto, è stata creata una nuova società (NewCo), appartenente interamente a Raffaele, Massimiliano e Laura, diventata partecipante dell'Alajmo S.p.A., in modo tale che i figli potessero accrescere la loro quota nell'azienda.

Con l'entrata di Venice S.p.A., il nuovo capitale sociale è detenuto per il 37,60% da Interland srl il cui capitale appartiene per l'85% dai genitori e per il restante 15% dai figli Alajmo, il 30,08% è diviso in parti uguali tra Raffaele e Massimiliano, il 7,52% appartiene a Laura e il restante 24,80% al *Private Equity*.

Il nuovo socio non è entrato acquistando le quote di uno dei soci, ma apportando nuovo capitale. Questo è un aspetto importante da sottolineare perché ha permesso di iniettare nell'azienda nuova liquidità e aumentare la sua capitalizzazione. Tale aspetto è stato molto apprezzato dagli istituti bancari che avevano una posizione di credito che la Alajmo.

Grazie a questo finanziamento in *Equity*, l'azienda ha avuto l'opportunità di svolgere le sue strategie di medio termine contando su finanziamenti meno onerosi e ha ampliato il proprio network sfruttando alcune conoscenze dell'investitore. Un esempio di quest'ultimo aspetto è l'acquisto del famoso caffè Quadri a Venezia grazie alla nuova rete di relazioni su cui può contare la famiglia imprenditrice. Così come tutti i fondi di *Private Equity*, Venice S.p.A. ha programmato una *exit* in un periodo di medio termine, ossia in 5 anni. Per continuare ad avere una crescita, la strategia che sarà intrapresa è quella dell'internazionalizzazione aprendo un nuovo ristorante a Parigi.

## CONCLUSIONE

Le imprese familiari sono fondamentali per il tessuto socioeconomico italiano in quanto creano occupazione, investono, fanno ricerca e sviluppo, esportano il *brand* del *made in Italy*, competono contro le multinazionali unendosi in distretti industriali e permettendo uno sviluppo non solo economico ma anche sociale e culturale profondamente legato al territorio. Sostengono buona parte del sistema bancario e ciò implica che nelle fasi in cui esse proliferano e crescono, l'intero sistema economico ottiene dei benefici immediati.

Gli imprenditori plasmano le aziende secondo la propria filosofia imprenditoriale ottenendo delle organizzazioni profondamente legate e, avvolte, anche "affezzionate" alla sua figura. Così tanto affezionate da rigettare l'entrata di un manager nuovo – sia che provenga dal nucleo familiare, o che egli sia un esterno – e da diminuire drasticamente la loro produttività. Questo perché le imprese sono delle organizzazioni fatte di persone e come tali sono portatrici di una cultura.

Le imprese familiari rischiano di subire numerosi *shock* durante il proprio ciclo di vita e, per evitare che tali criticità ne determinino la morte, occorre che l'imprenditore prepari la sua organizzazione ad assorbirli nel migliore dei modi. In questa fase egli deve essere bravo a capire quali sono le dinamiche interne al nucleo familiare per non rischiare di lasciare le redini dell'impresa in balia di possibili conflitti che ne determinerebbero la morte certa.

Il caso M.A.P.E.I. ci ha insegnato che un management esterno al nucleo familiare, anche profondamente legato all'imprenditore, può essere d'aiuto per superare il trauma della morte di quest'ultimo sia dal punto di vista emotivo che manageriale e favorire un passaggio generazionale fluido. Entrambe le aziende studiate hanno fondato il loro successo anche sull'entusiasmo messo dalla seconda generazione nell'ereditare e sviluppare il *family business*. Nel caso Alajmo, i figli hanno accettato il passaggio di consegna dando anima e cuore all'azienda. Ad esempio, il secondo genito è diventato il più giovane cuoco ad aver ottenuto le tre stelle Michelin. Inoltre, in comune accordo con l'intera famiglia, il figlio maggiore e Amministratore Delegato della società, ha approfittato del passaggio generazionale per intraprendere con grande successo nuove strategie di crescita e finanziarie.

Le imprese di famiglia sono molto particolari anche dal punto di vista finanziario. Esse si ritrovano costantemente davanti al rischio di non riuscire ad ottenere credito a causa dello scetticismo degli istituti bancari nei loro confronti. È importante specificare che avvolte gli imprenditori non sono in grado di compiere le adeguate strategie finanziarie rispetto alla fase in cui si trova la loro azienda e rischiano così di ritrovarsi in difficoltà. Ad esempio, potrebbero richiedere un finanziamento ad un istituto bancario per avviare l'impresa non capendo che, durante tale fase, l'azienda non è in grado di generare i ricavi sufficienti a ripagare il debito contratto.

Dalla necessità di bilanciare i finanziamenti maggiormente verso il capitale di rischio e dalla necessità di ottenere prodotti finanziari personalizzati sono nati i fondi di *Private Debt* e di *Private Equity*. Se i primi costituiscono solamente uno strumento alternativo al canale bancario, i secondi permettono non solo di ottenere i vantaggi derivanti dai finanziamenti in *equity*, ma anche di far crescere l'impresa e aiutarla nella gestione del passaggio generazionale facendole arrivare in mano all'erede o alienandola a terzi.

Possiamo concludere che le imprese di famiglia potrebbero affrontare le loro sfide manageriali e finanziarie affidandosi a tali investitori e facendo leva non solo sui prestiti bancari ma anche sulle fonti alternative che si stanno sviluppando in questi tempi anche in Italia.

## BIBLIOGRAFIA

- *Economia Aziendale*, Giovanni Fiori, Riccardo Tiscini, Egea.
- *Economia degli Intermediari Finanziari*, Anthony Saunders, Marcia Millon Cornett, Mario Anolli, Barbara Alemanni, Sesta Edizione, Mc Graw Hill Education.
- *Economia Industriale: economia dei mercati imperfetti*, Carlo Scognamiglio Pasini.
- *Introduction to the structural design of Organizations*, J.W. Lorsch.
- *Istituzioni di Diritto Privato*, R. Carleo, S. Martucelli, S. Ruperto, Dike.
- *Lunga Vita all'Impresa Familiare: Cultura, leadership, passaggio generazionale*, Lia Tirabeni, Il Mulino.
- *Management as symbolic action: the creation and maintenance of organizational paradigms*, J. Pfeffer.
- *Manuale di Diritto Privato*, Torrente, Schlesinger.
- *Organizational culture; getting a fix on elusive concept*, W.J. Duncan.
- *Organizzazione Aziendale*, Richard L. Daft, Sesta Edizione, Maggioli Editore.
- *Principi di Finanza Aziendale*, Richard A. Brealey, Stewart C. Myers, Franklin Allen, Sandro Sandri, Settima Edizione, Mc Graw Hill.
- *Private Equity e Private Debt per le PMI Italiane*, Roberto Ippolito, Alessandro Germani, Angelo D'Ugo, Davide Cagnoni, Gruppo24Ore.
- *Sistemi di Pianificazione e Controllo*, Paolo Bastia, Il Mulino.
- *The concept of culture and organizational analysis*, Smircich.

## SITOGRAFIA

- <http://rivistapiccolaimpresa.uniurb.it/index.php/piccola/article/viewFile/68/75>
- <http://www.aidp.it/riviste/articolo.php?id=1&ida=2749&idn=272&idx=>
- [https://www.tsm.tn.it/interne/la\\_gestione\\_dell'impresa\\_nel\\_ricambio\\_generazionale\\_interna\\_2.ashx?ID=10873&IDNewsletter=1461](https://www.tsm.tn.it/interne/la_gestione_dell'impresa_nel_ricambio_generazionale_interna_2.ashx?ID=10873&IDNewsletter=1461)
- <http://www.impresaooggi.com/it/articoli/Artspec05.pdf>
- <http://www.ilsole24ore.com/art/cultura/2016-12-09/governance-e-impresе-familiari-163455.shtml?uuid=AD6F5v7B&fromSearch>
- <http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2015-03-05/impresе-familiari-crescita-063956.shtml?uuid=ABo2LS4C&fromSearch>
- [http://www.aidaf.it/wp-content/uploads/2014/08/Report-AUB-IX-edizione\\_final-1.pdf](http://www.aidaf.it/wp-content/uploads/2014/08/Report-AUB-IX-edizione_final-1.pdf)
- <http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2017-01-17/le-opportunita-e-rischi-le-impresе-familiari-225514.shtml?uuid=AESECzB&fromSearch>
- [https://www.corriere.it/economia/17\\_ottobre\\_07/impresе-familiari-creano-piu-occupazione-15percento-4-anni-031b9224-ab9b-11e7-b201-3d87a5727083.shtml](https://www.corriere.it/economia/17_ottobre_07/impresе-familiari-creano-piu-occupazione-15percento-4-anni-031b9224-ab9b-11e7-b201-3d87a5727083.shtml)
- <https://www.ey.com/it/it/newsroom/news-releases/cs-2015-ey-aidaf>
- <https://quifinanza.it/pmi/cosa-sono-pmi/108197/>
- <https://www.deutsche-bank.it/db-Magazine/pmi-da-fulcro-dell-impresеditoria-italiana-a-motore-della-crescita.html>
- <file:///C:/Users/marce/Downloads/Rapporto-Unioncamere-2015.pdf>
- [www.pmi.it](http://www.pmi.it)
- <https://know.cerved.com/impresе-mercati/rapporto-cerved-pmi-2017/>
- <https://data.oecd.org/corporate/financial-corporations-debt-to-equity-ratio.html>
- [https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/relazione-annuale/2017/rel\\_2017.pdf#nameddest=ripresе-economica](https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/relazione-annuale/2017/rel_2017.pdf#nameddest=ripresе-economica)
- [https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-direttorio/int-dir-2017/Rossi\\_Courmayeur\\_23092017.pdf](https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-direttorio/int-dir-2017/Rossi_Courmayeur_23092017.pdf)
- [https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-direttorio/int-dir-2008/sacomanni\\_27\\_06\\_08.pdf](https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-direttorio/int-dir-2008/sacomanni_27_06_08.pdf)
- <http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2017-10-04/credito-non-bancario-35-miliardi-impresе-113414.shtml?uuid=AEaRltdC>
- <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/it/pdf/2018/01/Barometro-Impresе-Familiari-Europee.pdf>

- <http://www.diritto24.ilsole24ore.com/avvocatoAffari/mercatiImpresa/2013/06/i-piani-di-succeSSIONE-degli-amministratori-esecutivi-.php>
- <https://www.pmi.it/economia/lavoro/articolo/2713/temporary-management-come-utilizzarlo-al-meglio-in-una-pmi.html>
- <https://www.giornaledellepmi.it/limpresa-familiare-per-crescere-si-deve-aprire-a-manager-esterni-anche-a-tempo/>
- <https://www.linkiesta.it/it/article/2014/04/12/alajmo-la-finanza-in-cucina-ti-costringe-a-crescere/20643/>
- [www.alajmo.it](http://www.alajmo.it)
- <https://www.researchgate.net/publication/281282665> Rischio e finanziamento nell'impresa familiare
- <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-direttorio/int-dir-2015/signorini-04112015.pdf>
- <https://www.researchgate.net/publication/281282665> Rischio e finanziamento nell'impresa familiare
- [https://www.datocms-assets.com/45/1459780704-PrivateEquity\\_CorporateGovernancedelleImprese.pdf?ixlib=rb-1.1.0](https://www.datocms-assets.com/45/1459780704-PrivateEquity_CorporateGovernancedelleImprese.pdf?ixlib=rb-1.1.0)
- [https://www.datocms-assets.com/45/1460122479-IlPrivateEquitynelnuovoassetto dell'E2%80%99economiataliana\(GiampioBracchi\).pdf?ixlib=rb-1.1.0](https://www.datocms-assets.com/45/1460122479-IlPrivateEquitynelnuovoassetto dell'E2%80%99economiataliana(GiampioBracchi).pdf?ixlib=rb-1.1.0)