

# LUISS



*Dipartimento di Impresa e Management*

*Operazioni Straordinarie e Valutazione d'Azienda*

## La dinamica del valore nelle imprese familiari: il caso Astaldi

Relatore

Prof. **Eugenio Pinto**

Correlatore

Prof. **Alberto Incollingo**

Candidato

**Filippo Angelucci**

**723371**

*Anno Accademico 2020/2021*



*Non ho punto confuso il mezzo con lo scopo, la scala e il tempio.  
È urgente che la scala permetta l'accesso al tempio,  
altrimenti esso rimarrà deserto.  
Ma il tempio, solo, è importante.*

*Antoine de Saint-Exupéry, Citadelle*

*Ai miei nonni, esempio di vita e d'amore*

# Sommario

<b>Introduzione</b> .....	<b>7</b>
<b>Capitolo 1. Le imprese familiari</b> .....	<b>10</b>
<b>1.1 Il problema definitorio</b> .....	<b>10</b>
<b>1.2 Le imprese familiari: l'ossatura del sistema imprenditoriale italiano ed europeo</b> .....	<b>16</b>
<b>1.3 Peculiarità delle imprese familiari. Le caratteristiche distintive</b> .....	<b>20</b>
1.3.1 I vantaggi .....	26
1.3.2 I limiti .....	32
1.3.3 Le performance delle imprese familiari: evidenze empiriche .....	37
<b>1.4 Il passaggio generazionale</b> .....	<b>44</b>
<b>1.5 La sfida del passaggio dimensionale</b> .....	<b>56</b>
<b>Capitolo 2. La valutazione d'azienda</b> .....	<b>67</b>
<b>2.1 La creazione di valore: un obiettivo di validità generale</b> .....	<b>67</b>
<b>2.2 Nozioni di capitale e valore</b> .....	<b>73</b>
<b>2.3 I pilastri del processo valutativo: la base informativa e l'analisi fondamentale</b> .....	<b>80</b>
2.3.1 La base informativa .....	80
2.3.2 L'analisi fondamentale .....	83
<b>2.4 Le valutazioni assolute</b> .....	<b>86</b>
2.4.1 Il modello reddituale .....	88
2.4.2 Il modello finanziario .....	90
2.4.3 Il modello patrimoniale .....	95
<b>2.5 Le valutazioni relative: il metodo dei multipli</b> .....	<b>98</b>
<b>Capitolo 3. Un caso empirico: Astaldi S.p.A. e la nascita di Webuild</b> .....	<b>104</b>
<b>3.1 Le operazioni di M&amp;A: un fondamentale acceleratore per la crescita</b> .....	<b>104</b>
<b>3.2 Astaldi S.p.A.: il profilo dell'azienda</b> .....	<b>109</b>
3.2.1 Storia, evoluzione, aspetti caratterizzanti .....	109
3.2.2 Evoluzione strategica e influenza della famiglia imprenditoriale .....	110
3.2.3 Il profilo Operativo .....	114
3.2.4 Il profilo economico .....	115
3.2.5 Il profilo finanziario-patrimoniale .....	116
3.2.6 La crisi .....	117

<b>3.3 La fusione con il Salini Impregilo S.p.A.</b> .....	<b>120</b>
3.3.1 Il profilo di Salini Impregilo .....	120
3.3.2 La fusione .....	121
<b>3.4 Analisi dell'operazione di fusione</b> .....	<b>126</b>
3.4.1 I modelli valutativi utilizzati .....	126
3.4.2 La determinazione del rapporto di concambio .....	130
<b>3.5 Il risultato dell'operazione</b> .....	<b>132</b>
3.5.1 Analisi patrimoniale-finanziaria .....	132
3.5.2 Risultati ed evidenze post-fusione.....	134
<b>Conclusioni</b> .....	<b>138</b>
<b>BIBLIOGRAFIA</b> .....	<b>141</b>
<b>RIASSUNTO</b> .....	<b>152</b>
<b>RINGRAZIAMENTI</b> .....	<b>173</b>

## Introduzione

L'idea embrionale alla base della stesura del presente elaborato deve essere individuata nel mio personale interesse per il mondo delle imprese familiari, cui, nel corso degli anni accademici, si è accompagnata la constatazione dello scarso rilievo attribuito a questo argomento. Interesse rafforzato dalla presa di coscienza dell'importanza delle *family business* nel panorama imprenditoriale italiano e mondiale, di cui rappresentano, la forma aziendale più diffusa con percentuali che oscillano fra il 60% e il 95%, a seconda del paese considerato e della definizione adottata.

Nonostante tali evidenze, nella maggior parte degli atenei italiani ed europei un ben ristretto spazio è dedicato allo studio e all'analisi delle imprese a conduzione familiare, mentre un ruolo di primissimo piano è riservato all'approfondimento delle realtà aziendali ad azionariato diffuso e polverizzato (c.d. "*public company*"), che ancora oggi, specie nel nostro paese, rappresentano l'eccezione piuttosto che la regola.

È probabilmente ancora diffuso il pregiudizio per cui le imprese familiari rappresenterebbero una tappa solo temporanea nello sviluppo di un'azienda, che ai fini della sua stessa sopravvivenza dovrà necessariamente aprire la totalità (o quasi) del proprio capitale a investitori esterni, evolvendosi così verso forme di *governance* di tipo manageriale. Come risulterà chiaro nel corso della trattazione, la realtà è invero ben diversa.

Fra i principali gruppi mondiali una quota non indifferente è costituita da imprese in cui la maggior parte del capitale è saldamente nelle mani di un'unica famiglia (si pensi a Walmart Inc., la multinazionale statunitense attiva nella GDO che registra il primato mondiale in termini di fatturato, controllata al 51% dalla famiglia omonima). Inoltre, accanto alle numerose innegabili criticità, una *family business* è potenzialmente generatrice di vantaggi strategici ed economici differenziali non indifferenti rispetto alle altre tipologie di gestione aziendale.

Interrogativo centrale quindi dell'intero elaborato è se, e in che modo, la gestione familiare delle imprese sia in grado di creare valore, ovvero sia responsabile della sua distruzione. Strumento necessario al fine di tentare di rispondere a tale domanda, seppur, come vedremo, una risposta certa e univoca non esiste, come ampiamente dimostrato dalla letteratura, è rappresentato dai vari metodi di valutazione d'azienda.

Proprio il tema della valutazione aziendale è sempre più al centro dell'attenzione e dell'interesse del mondo accademico e professionale, a motivo del crescente numero di operazioni straordinarie, in particolare operazioni di fusione e acquisizione, osservato nell'ultimo decennio, della necessità di quantificare e comprendere il valore creato o distrutto dalla gestione, del desiderio degli investitori di conoscere il valore potenziale dei titoli in loro possesso. Il processo valutativo permette di pervenire a una stima del valore attuale dell'impresa attraverso la previsione delle sue *performance* future, formulando differenti ipotesi di sviluppo e scenari evolutivi e tenendo in considerazione le prospettive riguardanti l'evoluzione economica generale e di settore.

Considerate, quindi, le numerose conoscenze necessarie e il folto insieme di discipline interessate (macroeconomia, microeconomia, economia aziendale, programmazione e controllo, diritto tributario, strategia d'impresa, che nella pratica professionale si traducono spesso in altrettanti documenti di *due diligence*) il processo di stima del valore di un'azienda rappresenta sempre un lavoro particolarmente affascinante e stimolante.

Si è proceduto quindi all'analisi dell'operazione straordinaria di fusione di Astaldi S.p.A., società familiare attiva nel campo delle costruzioni, con Salini Impregilo S.p.A., operazione che ha dato vita al gruppo Webuild, *leader* italiano del settore. Particolare attenzione è stata rivolta alla determinazione del rapporto di concambio delle azioni di Astaldi con la neonata Webuild, così come alle cause alla base della crisi dell'impresa romana.

L'elaborato è composto da tre capitoli, a loro volta suddivisi in un numero variabile di paragrafi. La sequenza è coerente con l'obiettivo di valutare il *case study* solo dopo aver approfondito le conoscenze e gli strumenti necessari per una compiuta analisi dello stesso.

Il Capitolo 1 sviscera le caratteristiche tipiche dell'impresa familiare. Dapprima viene evidenziato come una delle maggiori difficoltà che si incontrano nello studio delle *family business* è costituita dall'assenza di una definizione generalmente condivisa e accettata delle stesse. Sono quindi illustrate le definizioni più autorevoli proposte dalla letteratura, e viene individuata quella che è apparsa più coerente ai fini della trattazione successiva. È poi giustificata la rilevanza delle imprese familiari alla luce dei dati relativi alla loro diffusione nel sistema economico mondiale, con un particolare *focus* sul panorama aziendale italiano. Dopo aver illustrato i punti di forza, di debolezza e le evidenze empiriche circa la loro *performance*, vengono separatamente trattati quelli che costituiscono i maggiori rischi per la sopravvivenza delle società a conduzione familiare: l'inefficienza del passaggio generazionale e l'incapacità di intraprendere un sentiero di sviluppo e di crescita dimensionale.

Il Capitolo 2 è finalizzato alla costruzione di una solida base teorica concernente la valutazione d'azienda, definito come processo attraverso il quale è possibile pervenire alla stima del capitale economico.

Il primo paragrafo sottolinea come la creazione di valore aziendale nel lungo periodo rappresenti l'obiettivo più coerente, cui l'attività d'impresa si deve orientare, al fine del soddisfacimento degli interessi della maggior parte dei soggetti coinvolti, pur nella consapevolezza dell'importanza di ulteriori aspetti non prettamente economici (CSR: *Corporate Social Responsibility*). Sono poi esposte le varie nozioni di capitale e valore, ed è illustrata la differenza fondamentale esistente fra quest'ultimo e il concetto di prezzo. Successivamente, dopo aver discusso dei due pilastri fondamentali del processo valutativo, la costruzione della base informativa e la conduzione di una corretta e profonda analisi dei dati, sono nel dettaglio esposti e analizzati i due grandi approcci alla valutazione d'azienda: i metodi assoluti (indiretti) e i metodi relativi (diretti). Nel corso

dell'intero capitolo particolare attenzione è dedicata ai recenti sviluppi della disciplina in esame, osservabili nella letteratura e nella pratica professionale.

Il Capitolo 3 entra nel vivo del processo valutativo. Il primo paragrafo è dedicato a una panoramica delle operazioni di *M&A*, con un *focus* particolare alle recenti iniziative realizzate in Italia e nel settore delle costruzioni. Il secondo paragrafo fotografa il profilo di Astaldi S.p.A., descrivendone la storia, le scelte strategiche effettuate in passato, le cause e le conseguenze della crisi di liquidità in cui è caduta, il ruolo e le eventuali responsabilità del *top management* e della famiglia imprenditoriale. Dopo aver fornito una breve presentazione del gruppo Salini Impregilo, è descritta l'operazione di fusione per incorporazione di Astaldi in quest'ultimo. Sono quindi analizzati e commentati i metodi valutativi applicati ai fini della determinazione del rapporto di concambio. L'ultimo paragrafo riporta i risultati e le evidenze osservabili all'indomani dell'operazione.

Seguono, infine, le conclusioni, dove si è tentato, attraverso l'adozione di una visione d'insieme, di rispondere alla domanda che, nelle sue diverse declinazioni, ha informato l'intero lavoro: quale sia, cioè, la migliore formula organizzativa e proprietaria nell'ottica della creazione e diffusione del valore.

# Capitolo 1. Le imprese familiari

## 1.1 Il problema definitorio<sup>1</sup>

L'impresa familiare è un fenomeno complesso, che si esplicita in diverse forme e relazioni, che solo considerate unitariamente ne definiscono l'essenza e la concreta realtà: è infatti, al tempo stesso, un insieme privato e chiuso di legami e relazioni familiari, un'istituzione con una sua storia e con un suo sistema di valori, un soggetto economico e imprenditoriale la cui attività ha ripercussioni importanti anche sulla società e sulla realtà territoriale in cui opera<sup>2</sup>.

Ogni proposta di definizione espressa negli anni dalla letteratura economica nazionale e internazionale di "impresa familiare" ha fatto inevitabilmente riferimento a quella che è la caratteristica fondamentale e fondante di tale tipo di azienda: la forte e intima relazione e integrazione fra il "sistema famiglia" e il "sistema impresa", relazione non riscontrabile nelle aziende non familiari<sup>3</sup>.

Tuttavia, data l'elevata eterogeneità delle imprese familiari<sup>4</sup>, e tenuto soprattutto conto delle differenti forme in cui tale relazione può esprimersi, non si è ancora giunti a una definizione universalmente condivisa. Le differenti definizioni proposte dalla letteratura maggiormente si basano sull'enfatizzazione di aspetti caratteristici diversi in funzione di quelli ritenuti di volta in volta maggiormente significativi (si veda la Tabella 1.1).

Questo ha condotto a una pleora di possibili definizioni, tutte valide a seconda del punto di vista dal quale si osserva il fenomeno dell'impresa familiare.

---

<sup>1</sup> Data l'importanza e il peso economico e sociale che riveste il fenomeno, sono state formulate definizioni di impresa familiare non solo economico-aziendali ma anche giuridiche e tributarie.

Ad esempio, secondo il Codice Civile italiano per "impresa familiare" si intende quella realtà economica "in cui collaborano il coniuge [del titolare], i parenti entro il terzo grado, gli affini entro il secondo" (art. 230-bis, introdotto dalla riforma del 1975).

Nel corso della trattazione verranno comunque analizzate e prese in considerazione esclusivamente le definizioni proposte dalla letteratura economica.

<sup>2</sup> D. Voltattorni, B. Bertoldi, *Imprese familiari al passaggio dimensionale. La sfida oltre la successione in azienda*, 2019, Egea

<sup>3</sup> T.G. Habbershon, M.L. Williams, *A resource-based framework for assessing the strategic advantages of family firms*, Family business review, 12(1), 1999.

<sup>4</sup> G. Baschieri, ad esempio, coerentemente con la letteratura di riferimento (Anderson e Reeb, 2003; Mengoli, Pazzaglia e Sapienza, 2013; Baschieri, Carosi e Mengoli, 2013) propone una categorizzazione delle imprese familiari sulla base dell'identità della famiglia proprietaria attuale con quella fondatrice dell'attività. Si distinguono in tal modo, nell'insieme delle imprese familiari:

le *founding family firms*, a loro volta raggruppabili in *founder CEO family firms* (dove il fondatore è ancora l'amministratore e il responsabile dell'attività d'impresa) e non *Founder CEO family firms*;

le *non-founding family firms*, dove la famiglia proprietaria ha acquisito l'impresa attraverso una transazione di mercato.

Tale differenza, all'apparenza non particolarmente rilevante, è in grado di incidere profondamente sulle modalità di gestione del business.

Tabella 1.1 – Le definizioni di impresa familiare

Studio	Definizione
Donnelley, 1964	È familiare l'impresa in cui sono presenti almeno due generazioni della stessa famiglia i cui legami influenzano sia le politiche dell'impresa che gli interessi e gli obiettivi della famiglia".
Barnes, Hershon, 1976	È familiare l'impresa nella quale un individuo o i membri di una singola famiglia detengono una partecipazione di controllo".
Pratt, Davis, 1986	"Un business nel quale uno o più familiari ne influenzano la gestione attraverso l'esercizio dei legami familiari, dei ruoli manageriali e dei diritti di proprietà".
Stern, 1986	"Un business posseduto e gestito dai membri di una o due famiglie".
Handler, 1989 (a)	"Un'organizzazione in cui le principali decisioni operative e la pianificazione della successione sono influenzate dai membri della famiglia che ricoprono il ruolo di management o di amministratori".
Handler, 1989 (b)	"Un'organizzazione dove le decisioni riguardanti la proprietà ed il management sono determinate da una famiglia (o più famiglie), la quale esercita un'influenza attraverso la sua partecipazione alla gestione del business e/o ai suoi Cda, così come nella determinazione di un candidato al passaggio generazionale".
Ward & Aronoff, 1990	"L'impresa familiare è quella posseduta e gestita dagli stessi individui, in cui i membri della famiglia esercitano considerevoli funzioni finanziarie e/o il controllo manageriale".
Dreux, 1990	"Sono familiari le imprese controllate da una o più famiglie che hanno un livello di incidenza nella governance organizzativa sufficiente da influenzare in maniera sostanziale le decisioni aziendali".
Schwartz & Barnes, 1991	"In un'impresa familiare sia la gestione che il controllo azionario sono nelle mani dei membri della famiglia".
Baring, 1992	"Un'impresa è se, sia quotata che non, soddisfa almeno uno dei seguenti criteri: 1. Una o più famiglie hanno un considerevole livello di influenza sulle operazioni della società; 2. Dove uno o più gruppi familiari detengono realmente il controllo della società; 3. Più del 50% dei diritti di voto sono posseduti da una singola famiglia; 4. Gran parte dei senior manager dell'impresa proviene da un gruppo familiare".
Dannhaeuser, 1993	"Un'impresa familiare deve essere posseduta e gestita da almeno due o più membri della stessa famiglia e deve rappresentare la principale fonte di reddito per la famiglia ed impiega non più di cinquanta persone".
Demattè, Corbetta, 1993	"L'impresa può considerarsi familiare quando uno o più nuclei familiari legati da stretti legami di parentela o affinità mettono a disposizione dell'impresa capitali finanziari a pieno rischio o a rischio limitato, garanzie personali o garanzie reali siano in presenza di un family business. Si parla di imprese familiari quando una o poche famiglie collegate da vincoli di parentela, di affinità o di solide alleanze detengono quote di capitale di rischio sufficienti ad assicurare il controllo dell'impresa".

Studio	Definizione
Welsch, 1993	“Un’impresa a proprietà concentrata con proprietari o familiari dei proprietari coinvolti nella gestione. Più precisamente, la condizione di concentrazione del capitale viene raggiunta quando una o più famiglie controllano legalmente più del 50% dei diritti di voto e la condizione di coinvolgimento della famiglia è soddisfatta quando almeno un membro della famiglia proprietaria siede nel consiglio di amministrazione o nel consiglio di sorveglianza”.
Lansberg & Astrachan, 1994	“L’impresa è definita familiare quando la società è posseduta e controllata da una famiglia e uno o più parenti è coinvolto nella gestione”.
Tagiuri, Davis, 1996	“Un business nel quale una o più famiglie ne influenzano la gestione”.
Rue & Ibrahim, 1996	“Sono familiari quelle imprese in cui gli interessi dei controllanti sono detenuti da una famiglia e in cui uno o più membri della famiglia (inclusi quelli acquisiti) sono impiegati, o impiegano volontariamente il loro tempo nell’impresa”.
Sharma, Chrisman, Chua, 1997	“Si definisce family business quell’attività di impresa che viene gestita con formare, sviluppare e sostenere nel tempo una “vision” condivisa da una coalizione dominante, controllata da membri della stessa famiglia o da un ristretto gruppo di famiglie.”
Winter, Fitzgerald, Heck, Hanes Danes, 1998	“Per qualificare un’impresa come familiare il proprietario – manager deve essere impiegato nel business almeno sei ore alla settimana tutto l’anno, o un minimo di 312 ore all’anno, deve essere coinvolto nella gestione quotidiana, ed operare con un altro membro della famiglia”.
Chua, 1999	“È familiare un business gestito con l’obiettivo di modellare e perseguire la “vision” del business che contraddistingue la famiglia dominante, non necessariamente il principale azionista, in modo tale da renderla sostenibile a livello intergenerazionale”.
Villalona, Amit, 2006	<p>È familiare quell’impresa in cui:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. uno o più familiari detengono almeno il 50% del capitale o sono amministratori o manager;</li> <li>2. È presente almeno un familiare come amministratore o come manager;</li> <li>3. La famiglia è il principale azionista votante;</li> <li>4. Uno o più membri della famiglia di generazioni successive alla prima detengono almeno il 5% del capitale o sono manager o amministratori;</li> <li>5. La famiglia è il principale azionista ed ha almeno un familiare come manager ed uno come amministratore;</li> <li>6. La famiglia possiede almeno il 20% del capitale votante ed è il principale azionista;</li> <li>7. Uno o più familiari posseggono almeno il 5% del capitale o sono amministratori, ma non ci sono familiari tra i manager;</li> <li>8. La famiglia è il principale azionista, possiede almeno il 20% del capitale votante, almeno un familiare è amministratore ed uno è manager, la famiglia è alla seconda generazione o alla generazione successiva”.</li> </ol>
Miller, 2007	“Le imprese familiari sono quelle in cui almeno due membri della famiglia fondatrice sono coinvolti nel business sia come proprietari di maggioranza che come dirigenti”.
Aidaf, 2008	“Per aziende familiari si intendono le imprese in cui una o più famiglie collegate tra loro da legami di parentela, solide alleanze detengono il potere di nominare gli organi di governo”.

L’incapacità di giungere a una definizione comune e generalmente accettata rappresenta altresì un elemento di ostacolo alla conduzione di ricerche empiriche universalmente utilizzabili per lo studio del fenomeno, proprio a causa delle diverse tipologie di imprese familiari su cui concentrare l’analisi a seconda della

definizione presa come riferimento<sup>5</sup>. Rappresenta un interessante esempio in questo senso, un recente studio condotto da Credit Suisse su 1000 aziende familiari di tutto il mondo: fra queste rientrano anche Facebook, Alphabet, Alibaba e molte altre società lontane, anche intuitivamente, dalla nostra idea di “*family business*” e che potrebbero tranquillamente essere considerate *public companies* se venisse utilizzata una definizione meno comprensiva<sup>6</sup>. Viceversa, i numerosi sforzi e tentativi di definizione effettuati riflettono proprio l’importanza di indicare una netta e oggettiva separazione fra le imprese familiari e le altre tipologie di impresa, al fine di circoscrivere il fenomeno e poter effettuare studi empirici il più rappresentativi possibile.

Al fine di decidere quale definizione sia più coerente con il nostro obiettivo di ricerca è bene considerare ora le diverse classificazioni proposte dalla letteratura nella consapevolezza che “*definire l’azienda di famiglia è la prima e più ovvia sfida per i ricercatori dell’impresa familiare*”<sup>7</sup>.

Una prima distinzione<sup>8</sup> si basa sull’individuazione dell’impresa familiare tenendo conto della sua struttura organizzativa e proprietaria (*structured-based approach*) o dell’importanza rivestita all’interno dell’azienda da fattori non prettamente economici ma relazionali e comportamentali tenuti dalla famiglia stessa (*intention-based approach*), e che sono in grado di influenzare obiettivi (*mission* e *vision*), processi, decisioni, comportamenti dell’impresa, indipendentemente dal fatto che tale capacità di incidere sulla gestione del business avvenga attraverso un coinvolgimento diretto dei familiari nella gestione, piuttosto che per la semplice detenzione di una quota di controllo.

I due approcci definatori differiscono chiaramente dal punto di vista della discrezionalità nella loro formulazione: lo *structured-based approach* si fonda su criteri maggiormente oggettivi e quantificabili, ed è quindi più facilmente impiegabile nelle ricerche empiriche, mentre l’*intention-based approach*, come risulta evidente da quanto detto sopra, si basa sulla valutazione dell’eccezionalità del comportamento della famiglia nella gestione dell’impresa familiare rispetto alle altre tipologie di aziende.

Miglietta ha osservato come le definizioni derivate dall’utilizzo del primo approccio possano essere a loro volta suddivise in quattro prospettive a seconda dell’aspetto su cui si sono maggiormente concentrate<sup>9</sup>:

- proprietà e controllo: quota di proprietà detenuta dalla famiglia;
- numero di familiari coinvolti nella gestione: coinvolgimento nella gestione strategica evidenziato dalla numerosità dei membri della famiglia presenti negli organi di governo dell’impresa;

---

<sup>5</sup> K. Smyrnios, G. Tanewski, C. Romano, *Development of a Measure of the Characteristics of a Family Business*, Family Business Review, 11(1), 1998.

<sup>6</sup> Credit Suisse, *The CS Family 1000*, 2018. La definizione utilizzata nello studio considera familiari tutte quelle imprese in cui almeno il 20% delle partecipazioni dirette sia detenuto dal fondatore o dai suoi discendenti o in cui almeno il 20% dei diritti di voto siano esercitabili dal fondatore o dai suoi discendenti.

<sup>7</sup> W.C. Handler, *Consideration in studying family businesses*, Family Business Review, 2(3), 1989.

<sup>8</sup> R.A. Litz, *The Family Business: Toward Definitional Clarity*, Family Business Review, 8(2), 1995.

<sup>9</sup> N. Miglietta, *Family business: strategie di governo delle imprese societarie*, Cedam, Milano, 2009.

- generazioni succedutesi nel tempo: un'impresa è familiare se [è stata ed] è gestita nell'ottica del mantenimento della proprietà all'interno della famiglia nel lungo periodo, quindi oltre l'orizzonte di vita dei singoli membri, con la volontà di trasferirla agli eredi;
- coinvolgimento della famiglia nel management: coinvolgimento nella gestione strategica ed operativa evidenziato dalla presenza di familiari-manager.

Un'ulteriore rilevante classificazione distingue le definizioni proposte dalla ricerca in tre categorie, via via più stringenti, sulla base del diverso grado di influenza esercitato dal gruppo familiare nei confronti del business e della differente intensità del coinvolgimento nello stesso<sup>10</sup>, come mostrato nella Tabella 1.2.

È chiaro come tale ripartizione si discosti nettamente dal metodo utilizzato da Litz e Westhead, tenendo contemporaneamente in considerazione sia gli aspetti oggettivi che quelli soggettivi e relazionali del fenomeno dell'impresa familiare.

Tabella 1.2 – Classificazione proposta da Shanker, M.C., Astrachan, J.H.

<b><u>Definizione:</u></b>	<b>Controllo sulle attività strategiche</b>	<b>Coinvolgimento nella gestione a vario titolo e grado</b>	<b>Coinvolgimento diretto nella gestione</b>	<b>Intenzione di tramandare l'impresa agli eredi</b>	<b>Presenza di generazioni multiple nella gestione e/o nella proprietà</b>
Ampia	X	X			
Media	X	X	X	X	
Ristretta	X	X	X	X	X

Fonte: Ns. elaborazione sulla base della classificazione proposta da Shanker, M.C., Astrachan, J.H., *Myths and realities: Family businesses' contribution to the US economy. A framework for assessing family business statistics*, Family Business Review, 9(2), 1996.

Particolare interesse riveste la c.d. definizione “ampia”, in particolare per quanto riguarda il coinvolgimento della famiglia nella gestione. Diversi autori<sup>11</sup> hanno infatti considerato come caratteristica necessaria e quasi sufficiente al fine dell'individuazione di un'impresa familiare la capacità della famiglia di influenzare la direzione strategica dell'impresa attraverso la proprietà della stessa, relegando il coinvolgimento effettivo nella gestione a un ruolo di secondo piano e limitando l'analisi a un'unica dimensione, con la formulazione di definizioni che potremmo descrivere come “ampissime”. In questo senso Barnes & Hershon, a metà degli anni

<sup>10</sup> M.C. Shanker, J.H. Astrachan, *Myths and realities: Family businesses' contribution to the US economy. A framework for assessing family business statistics*. Family Business Review, 9(2), 1996.

<sup>11</sup> Si veda in particolare: B. Barry, *The development of organisation structure in the family firms*. Journal of general management, 3(1), 1995; L.B. Barnes, S.A. Hershon, *Transferring power in family business*. Harvard Business Review, 54(4), 1976.

Settanta, definivano l'impresa familiare come quella “*impresa in cui un individuo, o i membri di una stessa famiglia, detengono una partecipazione di controllo*”, trascurando completamente il tema della gestione<sup>12</sup>.

I limiti di tali definizioni appaiono evidenti e, già a partire dagli anni Ottanta, gli studi si sono orientati verso un approccio meno riduttivo e maggiormente utile ai fini di una distinzione più significativa fra aziende familiari / non familiari, come risulta chiaro dalla sintetica definizione proposta da Stern (1986): “*un business posseduto e gestito da una o più famiglie*”. Accanto al requisito della proprietà e con pari dignità compare quindi quello della gestione.

Questa generale tendenza della dottrina appare ancora più evidente in Pratt & Davis (1986): “*un business nel quale uno o più familiari ne influenzano la gestione attraverso l'esercizio dei legami familiari, dei ruoli manageriali e dei diritti di proprietà*”<sup>13</sup>.

Il grande passo in avanti fatto negli anni Novanta del secolo scorso verso l'elaborazione di definizioni di ampiezza “media” e “ristretta” consiste nell'aver preso per la prima volta in considerazione un aspetto tanto importante quanto distintivo e caratteristico del *family business*: il passaggio generazionale, che si traduce nella volontà di mantenere il business all'interno della famiglia oltre l'orizzonte temporale della generazione attuale e quindi in un'ottica di lungo periodo. Il precursore di questo approccio può essere considerato Handler (1989)<sup>14</sup>, mentre particolarmente pregnante risulta il contributo di Chua (1999) che definisce come familiare “*un business gestito con l'intento di plasmare e perseguire la vision della famiglia dominante, non necessariamente il primo azionista, al fine di renderla sostenibile a livello intergenerazionale*”<sup>15</sup>.

Sviluppi recenti della letteratura, ferme restando le conclusioni a cui si è giunti nell'ultimo decennio del secolo scorso [sinteticamente riportate sopra] mostrano due differenti tendenze, in apparente contrasto fra loro, riflesso di due differenti interessi e obiettivi di ricerca. Da un lato, si osserva una crescente attenzione degli studiosi nei confronti delle dinamiche relazionali e comportamentali che caratterizzano le imprese familiari e ne influenzano l'attività, con la conseguente proposta di definizioni *intention-based*, definizioni interessanti dal punto di vista della ricerca e dello studio delle caratteristiche intrinseche e qualitative delle aziende familiari ma, come evidenziato in precedenza, scarsamente applicabili nella conduzione di analisi empiriche di ampio raggio<sup>16</sup>. Dall'altro lato si è andata affermando, anche in ambito economico-aziendale, una tendenza verso la formulazione di definizioni caratterizzate da un'elencazione puntuale di vari requisiti spesso numerici necessari [o sufficienti, a seconda delle diverse definizioni e all'interno di un'unica definizione a seconda dei requisiti stessi,] al riconoscimento di una data impresa come impresa familiare<sup>17</sup>.

---

<sup>12</sup> L.B. Barnes, S.A. Hershon, *Transferring power in family business, op. cit.*

<sup>13</sup> J.H. Pratt J.A. Davis, *Measurement and evaluation of the populations of family-owned and home-based businesses*, US Small Business Administration Report No.9202, Washington, 1986.

<sup>14</sup> W.C. Handler, *Consideration in studying family businesses*, Family Business Review, 2(3), 1989.

<sup>15</sup> J.H. Chua, J.J. Chrisman, P. Sharma, *Defining the family business by behaviour*. Entrepreneurship: Theory and Practice, 23(4), 1999.

<sup>16</sup> A. Di Mascio, G. Bracchi, G. Forestieri, *Family business: strategie private e corporate banking per le imprese familiari*, 2007.

<sup>17</sup> Villalona, Amit, 2006.

In questa seconda tendenza si inserisce la definizione proposta nel 2009 dalla Commissione Europea, al termine di un lavoro e un percorso di studio che ha visto coinvolti numerosi esperti e avente come fine ultimo quello di supportare la Commissione nelle scelte di politica economica in materia di imprese familiari (che rappresentano, come evidenziato dal rapporto stesso, il 60% delle imprese europee dando occupazione al 40-50% della forza lavoro dell'Unione)<sup>18</sup>.

Secondo tale definizione “*un’impresa, qualunque sia la sua dimensione, è un’impresa familiare se:*

- *la maggioranza dei poteri decisionali è in possesso della persona o delle persone fisiche che hanno costituito l’impresa o che hanno acquisito il capitale sociale dell’impresa, o in possesso del coniuge, dei genitori, dei figli o degli eredi diretti dei figli;*
- *la maggioranza dei poteri decisionali sono diretti o indiretti;*
- *almeno un rappresentante della famiglia o un parente è coinvolto formalmente nella governance dell’impresa;*
- *le società quotate soddisfano la definizione di impresa familiare se la persona che ha costituito o acquisito l’impresa (capitale sociale) o i suoi familiari o discendenti possiedono il 25% dei poteri decisionali conferiti dal loro capitale sociale.”*

Tale definizione, secondo più parti una delle migliori finora proposte, e quella a cui faremo principalmente riferimento, può essere sintetizzata affermando che si è in presenza di un *family business* se lo stesso gruppo familiare possiede almeno il 50%+1 dei diritti di voto se non quotata e il 25% se quotata, e se almeno un familiare è coinvolto attivamente nella gestione della stessa.

Lo studio del 2009 della Commissione è inoltre importante perché per la prima volta è stata sottolineata a livello istituzionale la rilevanza di tale tipo di imprese ed è stata affermata la necessità di creare un “*family business contact point*”, che agisca sia su un piano nazionale che europeo<sup>19</sup>.

## **1.2 Le imprese familiari: l’ossatura del sistema imprenditoriale italiano ed europeo**

Le imprese familiari rappresentano la forma più antica di organizzazione aziendale e costituiscono la componente principale del sistema economico industriale nella maggior parte dei paesi del mondo.

Per chiarire l’importanza e la pervasività assunta dal fenomeno, non solo in Italia, ma anche in Europa e nel Mondo, a fronte delle numerose evidenze che si potrebbero portare, ci basterà considerare poche incontrovertibili prove. In via preliminare va tuttavia precisato che, come ci poteva aspettare considerato quanto affermato nel paragrafo precedente, e considerato anche il fatto che ad oggi non esistono ancora studi ufficiali sull’argomento, le varie ricerche che hanno tentato di valutare il peso di tale forma di *governance*

---

<sup>18</sup> European Commission, *Overview of Family-Business relevant issues: research, networks, policy measures and existing studies*, 2009.

<sup>19</sup> *Ibid.*

sull'economica dei diversi paesi non sono perfettamente sovrapponibili e paragonabili fra di loro, stante la differente definizione di *family business* di volta in volta utilizzata nelle indagini.

Fra gli studi più completi e autorevoli condotti vi è sicuramente l'indagine IFERA (*International Family Enterprise Research Academy*) del 2003, che ha coinvolto e coordinato il lavoro di più di 70 ricercatori e professionisti. La ricerca ha anche il notevole pregio di aver chiaramente indicato il tipo di definizione adottata dai vari autori, secondo la classificazione di Shanker e Astrachan osservata in precedenza.

Tabella 1.3 – Diffusione delle imprese familiari nel mondo

Paese	Fonte	Definizione	Qualità dei dati	Imprese familiari (%)	GDP (%)	Occupazione (%)
<b>AMERICA E CANADA</b>						
Argentina	Perkins (2002)	ampia	stima	65		
Brasile	Bernhoeft Consulting Group (2002)	media	stima	90	65	
Cile	Martinez (1994)	ampia	stima	75	50-70	
Canada	Deloitte & Touche (1999)	ampia	stima		45	
USA	Shanker, Astrachan (1996)	ampia	cnr	96	49	60
USA	Astrachan, Shanker (2003)*	ampia	cnr	89	65	62
<b>EUROPA</b>						
Belgio	Crijns (2001)	stretta	cnr	70	55	
Cipro	Poutziouris (2002)	ampia		80		
Danimarca	Sorenson (2001)		stima		45	
Finlandia	Veaceslav & Lehtinen (2001)	stretta	stima	80	40-45	
Francia	ASMEP/GEEF	ampia	cnr	> 60	> 60	45
Germania	Klein (2000)	media	cr	60	55	58
Islanda	National Economic Institute (2001)	ampia	stima		47	
Irlanda	Sunday Business Post (1995)		stima			40-50
Italia	Gnan, Montemerlo (2001 & 2002)	stretta	cr	< 85		< 82
Italia	ESETRA2 (2003)*	ampia	cnr	82		
Olanda	Floren (1998)	stretta	cnr	74	54	43
Polonia	Niedbala (2002)	ampia	stima	50-80	35	
Portogallo	Reojo (1997)	ampia	cnr	70	60	
Spagna	Gallo <i>et al.</i> (1995)	stretta	cnr	75	65	
Svezia	Emling (2000)	stretta	cr	79		
UK	Poutziouris (2002)	media	cnr	70		> 50
UK	Westhead <i>et al.</i> (1997)*	media	cnr	64		
<b>AUSTRALIA</b>	Smyrnios <i>et al.</i> (1997)	stretta	cr	75	50	50
<b>ASIA</b>						
India	CMIE - National Income Statistics (2000)	ampia	stima		65	75
Indonesia	Faustine (2001)	ampia	cr		82	

Fonte: *Family Business Dominate: International Family Enterprise Research Academy*, IFERA, 2003. Note: cnr: campione non rappresentativo; cr: campione rappresentativo; \* studi successivi a IFERA 2003.

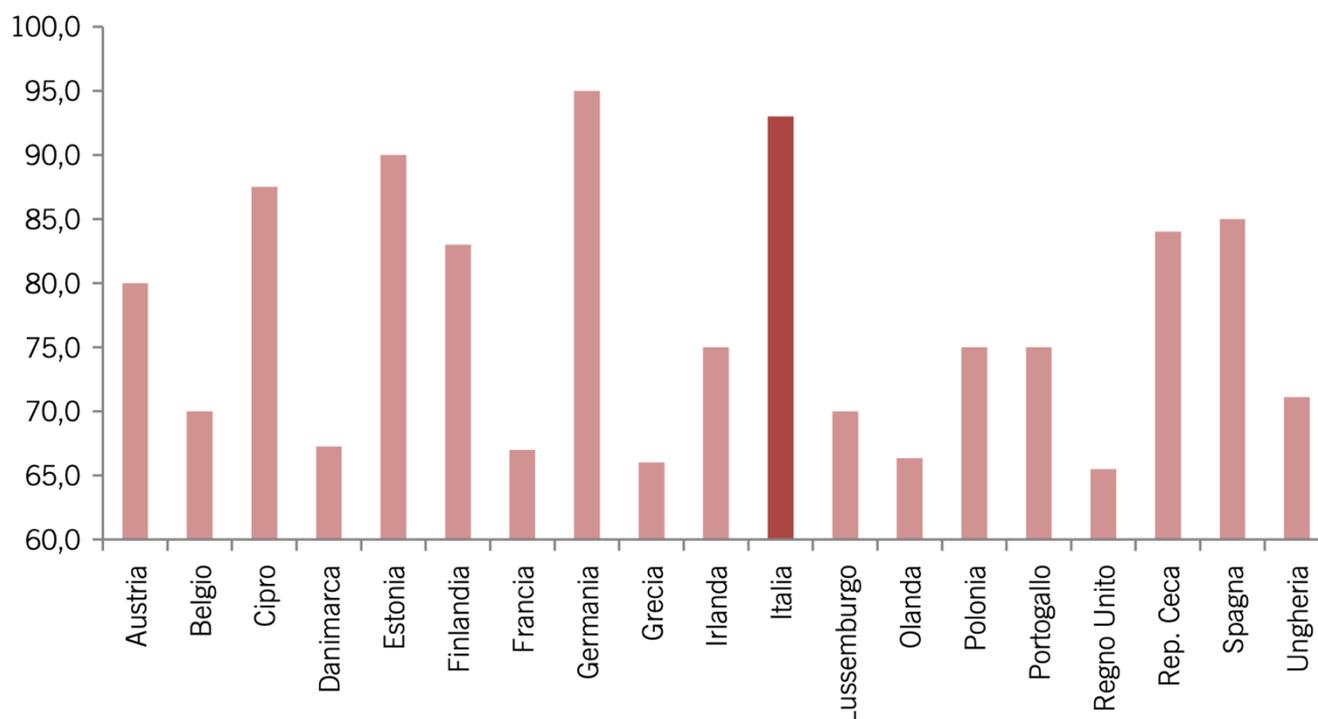
Dalla Tabella 1.3 sopra riportata appare chiaro come le *family business* costituiscano la forma di *governance* più diffusa al mondo: in tutti i paesi considerati la percentuale delle imprese familiari sul totale delle imprese supera, spesso di gran lunga, il 50%. Più contenuto, seppur sempre assolutamente rilevante, risulta il contributo delle stesse alla formazione del PIL e alla creazione di occupazione, considerata la limitata dimensione media delle imprese familiari.

Ancora più inaspettati appaiono i dati relativi ai paesi anglosassoni, in particolare agli Stati Uniti d'America: le *family firm* rappresentano circa il 90% del totale delle società del paese, dando occupazione al 62% della forza lavoro disponibile e generando il 65% del prodotto interno lordo statunitense. Va tuttavia sottolineato

che le ricerche di Shanker e Astrachan utilizzano una definizione decisamente “ampia” di impresa familiare, includendovi anche le imprese individuali<sup>20</sup>.

Con riferimento all’Unione Europea, indagini più recenti confermano quanto già emerge dalla Tabella 1. Uno studio del 2014 promosso dall’Unione italiana delle Camere di commercio, industria, artigianato e agricoltura (Unioncamere) ha mostrato come l’incidenza delle imprese familiari, in tutti i 19 paesi UE per cui è stato possibile costruire l’indice, supera ampiamente il 60% (Figura 1.1). Il paese in cui l’indice assume il valore inferiore è il Regno Unito (65%); i valori massimi, pari al 95% e al 93%, si registrano rispettivamente in Germania e in Italia.

Figura 1.1 – Quota percentuale delle imprese di famiglia sul totale delle imprese attive

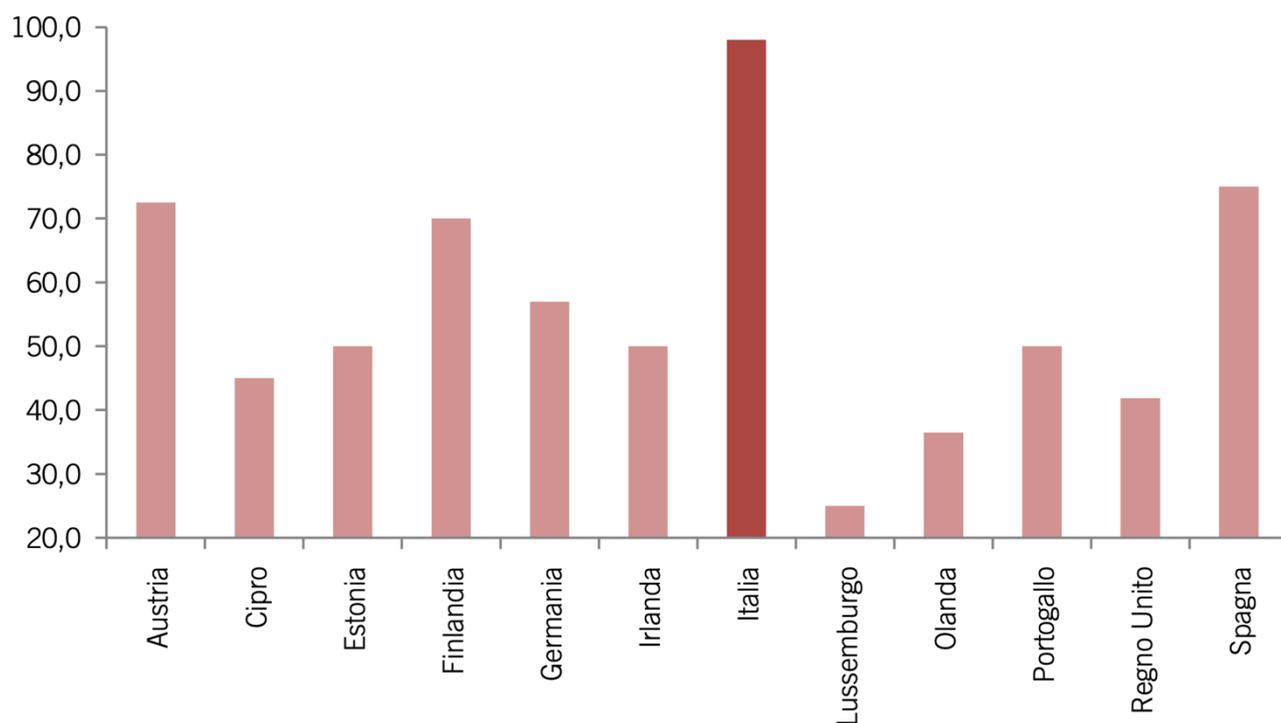


Fonte: elaborazioni Centro Studi Unioncamere su dati (medi) da I. Mandl, *Overview of Family Business Relevant Issues*, Austrian Institute for SME Research, Vienna 2008.

Ancor più interessanti appaiono i dati occupazionali. Accanto alla conferma dell’importanza delle imprese familiari nelle economie di tutti i paesi considerati (a eccezione del Lussemburgo), dalla figura 1.2 si rileva infatti come in questo caso appaiano più forti le differenze fra i singoli stati. L’Italia è l’unico paese in cui la quota percentuale dei lavoratori nelle *family firm* supera addirittura il 90% del totale, rispetto a una media del 50%.

<sup>20</sup> J.H. Astrachan, M.C. Shanker, *Family Businesses’ Contribution to the U.S. Economy: A Closer Look*, Family Business Review, 16(3), 2003. Utilizzando una definizione “media” il contributo delle *family firm* sul PIL si riduce al 59%.

Figura 1.2 – Quota percentuale di addetti nelle imprese di famiglia sul totale addetti



Fonte: elaborazioni Centro Studi Unioncamere su dati (medi) da I. Mandl, *Overview of Family Business Relevant Issues*, Austrian Institute for SME Research, Vienna 2008.

Riportiamo infine i risultati dell'ultimo Osservatorio AUB, secondo cui le aziende familiari sono pari al 65,6% della popolazione delle imprese italiane con un fatturato pari o superiore a 20 milioni di euro e al 61,6% di quelle con fatturato pari o superiore a 50 milioni di euro, a dimostrazione dell'importanza delle *family firm* anche nel panorama delle imprese di media e grande dimensione.

Tabella 1.4 – Incidenza delle imprese familiari AUB

ASSETTO PROPRIETARIO	Piccole *		Medio-grandi **		Totale	
	N	%	N	%	N	%
<b>Familiari</b>	<b>6.721</b>	<b>69,1%</b>	<b>5.086</b>	<b>61,6%</b>	<b>11.807</b>	<b>65,6%</b>
Filiali di Imprese Estere	1.402	14,4%	1.809	21,9%	3.211	17,8%
Cooperative e Consorzi	549	5,6%	402	4,9%	951	5,3%
Coalizioni	563	5,8%	305	3,7%	868	4,8%
Statali/Enti locali	264	2,7%	335	4,1%	599	3,3%
Controllate da Private Equity (P.E.)	167	1,7%	237	2,9%	404	2,4%
Controllate da Banche / Assicurazioni	41	0,4%	69	0,8%	110	0,6%
Controllate da Fondazioni	13	0,1%	6	0,1%	19	0,1%
Public companies	7	0,1%	6	0,1%	13	0,1%
<i>Totale</i>	<b>9.727</b>	<b>100,0%</b>	<b>8.255</b>	<b>100,0%</b>	<b>17.982</b>	<b>100,0%</b>

Fonte: XII Osservatorio AUB, *Le imprese familiari italiane di fronte alla pandemia Covid-19* (AIDAF, Unicredit, Bocconi), 2021.

### 1.3 Peculiarità delle imprese familiari. Le caratteristiche distintive

Come già osservato in precedenza, l'elemento essenziale che caratterizza un'impresa familiare, e che la distingue da tutte le altre, al di là dei diversi requisiti quantitativi (o qualitativi) di volta in volta individuati ai fini dell'applicabilità delle diverse definizioni, è lo stretto e interdipendente legame fra l'azienda e la famiglia imprenditoriale. I confini fra impresa e famiglia sono spesso così soffici che non è chiaro capire quali e quante decisioni e attività siano intraprese in risposta a esigenze prettamente economiche (ai fini dell'ottimizzazione delle performance aziendali) piuttosto che per soddisfare le esigenze e le aspettative legate al nucleo familiare. Sulla base di queste considerazioni, negli ultimi anni si è andato sviluppando un approccio teorico, noto come *Socioemotional Wealth Theory* (SEW), volto a individuare l'insieme degli aspetti non finanziari che guidano le dinamiche e i comportamenti delle *family business*, contribuendo alla soddisfazione dei bisogni affettivi e sociali dei membri della famiglia<sup>21</sup>. Secondo tale prospettiva, il principale obiettivo delle imprese a controllo e/o proprietà familiare è mantenere il potere sull'azienda e accrescere il "patrimonio affettivo" della famiglia. L'incremento o la perdita di *socioemotional wealth* rappresenta quindi il principale punto di riferimento decisionale, spesso privilegiato rispetto a scelte basate su considerazioni prettamente economiche<sup>22</sup>, e determina l'adozione dei comportamenti distintivi e unici delle *family business*.

<sup>21</sup> P. Berrone, C. Cruz, L.R. Gomez-Mejia, *Socioemotional Wealth in Family Firms*, *Family Business Review* 25(3), pp. 258-279.

<sup>22</sup> Secondo Berrone (2010): "La famiglia è disposta ad accettare il costo di un maggior rischio economico, (...) se esso viene controbilanciato da un guadagno in SEW".

Berrone, Cruz e Gomez-Mejia (2012) hanno proposto uno schema finalizzato alla misurazione della SEW di un'impresa familiare, basato sull'analisi dell'intensità di cinque dimensioni fondamentali, e denominato "FIBER Scale":

- F: *Family control and influence*. Tanto più forte sarà il controllo (inteso come somma di controllo formale, di diritto, e informale, *de facto*) esercitato dai membri della famiglia sul *business*, tanto più importanti saranno gli obiettivi di mantenimento e accrescimento del patrimonio relazionale e valoriale della famiglia attraverso l'attività d'impresa relativamente agli obiettivi di mera natura economica;
- I: *Identification of family members with firm*. La stretta relazione fra famiglia e impresa contribuisce, dal punto di vista degli *stakeholder* esterni, a far percepire l'azienda e i suoi prodotti/servizi come un'estensione del nucleo familiare stesso; nella sua dimensione interna, a rafforzare e alimentare il senso di appartenenza dei membri della famiglia nei confronti del *business*;
- B: *Binding social ties*. Le relazioni con gli *stakeholder* assumono un rilievo fondamentale per le imprese familiari, spesso profondamente radicate nel territorio in cui operano e dalla cui reputazione dipende anche quella della famiglia proprietaria. Il senso di responsabilità sociale (CSR: *Corporate Social Responsibility*) e l'attaccamento ai propri dipendenti e fornitori storici spesso caratterizzano le *family business*, e possono contribuire fortemente al loro successo. I rapporti di lunga data legano tutti gli *stakeholder* all'azienda e concorrono alla trasmissione dei valori e dell'immagine aziendale;
- E: *Emotional attachment*. L'attaccamento emotivo della famiglia all'impresa fa sì che i sentimenti assumano un ruolo centrale nella *governance* e nel processo strategico e operativo delle imprese familiari. Il forte ruolo riservato alle emozioni, se da un lato può essere potenzialmente all'origine di conflitti all'interno dell'impresa (fra membri della famiglia, fra membri della famiglia e soggetti terzi), dall'altro, se tradotto in un sincero *commitment* nei confronti dell'azienda, può rappresentare una rilevante fonte di vantaggio competitivo (si pensi ad esempio alla maggiore flessibilità e produttività dei dipendenti);
- R: *Renewal of family bond to the firm through dynastic succession*. La volontà di trasferire la proprietà e il controllo dell'impresa alle generazioni future è una delle caratteristiche chiave che distingue le imprese familiari, ne orienta le scelte in un'ottica di lungo periodo e di continuità e sopravvivenza rispetto alla generazione imprenditoriale attuale.

Nella Tabella 1.5 sotto riportata è possibile osservare come le dimensioni individuate dalla "scala FIBER" (seconda colonna) appaiono più forti per le imprese familiari rispetto a quelle non familiari, confermando la validità di quanto proposto. Ad esempio, il livello di cooperazione fra tutti gli attori interessati all'attività aziendale, è mediamente più alto nelle *family business* (FB = 15,362; Non-FB = 13,302), coerentemente con la tendenza di queste ultime a stabilire rapporti più stretti e duraturi con i propri *stakeholder* (come appena

visto rispetto alla dimensione “*Binding social ties*”). Al fine del calcolo dell’intensità di tali dimensioni, di carattere prettamente qualitativo, sono state utilizzate ulteriori variabili che meglio si adattano a una loro quantificazione.

Tabella 1.5 – Confronto delle dimensioni della “FIBER Scale” fra imprese familiari e non familiari

Variable	Dimension	Family firm (Mean; N = 43)	Nonfamily firm (Mean; N = 43)	Significance
Temporal terms	Renewal of family bonds to firm	11.253	10.598	.10
Present concern		9.537	7.478	.05
Past concern		4.843	3.484	.05
Human interest	Binding social ties	8.183	6.456	.05
Cooperation		15.362	13.302	.10
Collectives		13.120	11.528	.05
Spatial terms	Identification of family members with the firm	3.251	2.594	.10
Praise		2.156	1.735	.05
Denial		2.770	2.501	.05
Embellishment	Emotional attachment	0.381	0.305	.10
Tenacity		16.540	14.306	.05
Aggression		1.050	1.503	.01
Blame	Various dimensions	0.073	0.044	.10
Complexity		4.946	4.806	.05
Optimism		50.041	50.337	.10
Realism		45.296	44.363	.05

Fonte: P.Berrone, C.Cruz, L.R.Gomez-Mejia, *Socioemotional Wealth in Family Firms*, Family Business Review 25(3), pp. 258-279. I dati riportati si basano su un campione di informazioni raccolte fra 43 aziende per ciascuna categoria (family e non family business).

Il patrimonio socio-emotivo e relazionale di un’impresa a controllo familiare e la sua influenza sulle scelte strategiche, inoltre, sembra diminuire quanto più ci si allontana dalla generazione del fondatore e quanto più l’impresa affida i ruoli di vertice a soggetti esterni e apre il patrimonio a terzi: abbiamo condotto una piccola ricerca per valutare la validità di questa opinione condivisa da diversi studi in letteratura.

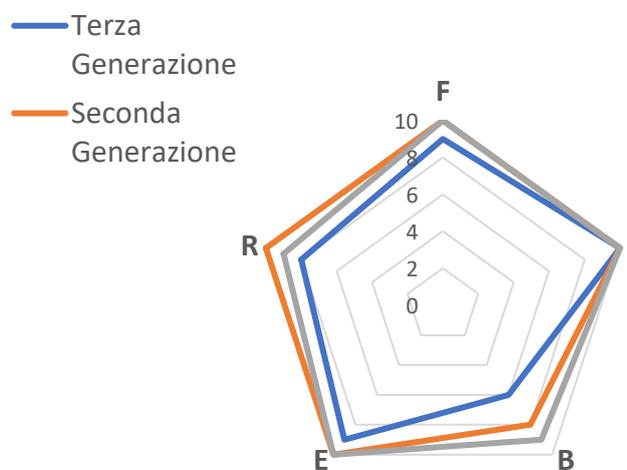
È stato chiesto agli intervistati (membri di tre generazioni differenti di una famiglia imprenditoriale italiana attiva nel settore dell’accoglienza<sup>23</sup>) di esprimere attraverso un voto da 1 a 10 l’importanza rivestita dalle differenti dimensioni della *FIBER Scale*. Nella figura 1.3 sono riportate le medie ottenute dalle risposte degli intervistati per ciascuna generazione.

Come è possibile osservare, all’avanzare delle generazioni il livello di *socio-emotional wealth*, seppur rimanendo sempre elevato, tende progressivamente a diminuire, come ci si poteva aspettare tenendo conto di quanto affermato dalla letteratura.

<sup>23</sup> Si tratta di un gruppo di due imprese, l’una proprietaria e l’altra di gestione di 10 strutture alberghiere presenti sul territorio italiano, specialmente nella regione Sardegna (7). Il fatturato è stato pari a 29,8 milioni di euro nel 2019, con un utile netto di 2,3 milioni. Tutti i membri della famiglia intervistati prestano da almeno cinque anni il lavoro all’interno del gruppo, ad eccezione del fondatore ormai in pensione. I tre membri della seconda generazione detengono ciascuno 1/3 delle quote societarie da quando è stato effettuato il passaggio generazionale nel 2009. I quattro membri della terza generazione siedono anch’essi nel CdA.

Tuttavia, non tutte le dimensioni della Scala evidenziano un *trend* di decrescita di pari intensità. Rispetto al tema dell'identificazione della famiglia con l'impresa (lettera "I"), ad esempio, tutti gli intervistati, indipendentemente dalla generazione di appartenenza, hanno attribuito il massimo dell'importanza: evidentemente dimostrazione del fatto che il precoce contatto dei membri delle generazioni successive a quella fondatrice con la realtà aziendale, forse favorito nel caso in esame dalla possibilità per gli stessi di godere dei beni aziendali anche al di fuori del contesto lavorativo (si pensi ai figli o ai nipoti del fondatore che fin da bambini passano le loro vacanze nelle strutture alberghiere della famiglia), possa essere un fattore in grado di contribuire fortemente alla creazione di un legame affettivo e psicologico con l'impresa.

Figura 1.3 – Misurazione del livello di SEW



Fonte: Ns. elaborazione

Viceversa, la dimensione che evidenzia le maggiori differenze di opinione fra le tre generazioni è quella relativa alla relazione dell'impresa con i vari *stakeholder* interni ed esterni. La terza generazione considera decisamente meno importante tale aspetto, probabilmente a dimostrazione del fatto che i membri più giovani della famiglia ritengono che sia necessario che i rapporti con i dipendenti e i fornitori si basino su analisi di competenza e convenienza, discostandosi da una logica, tipica della fase iniziale della vita di un'impresa familiare, primariamente basata su considerazioni di lealtà e fiducia reciproca.

Come vedremo nei paragrafi successivi, è proprio l'inscindibile relazione che lega famiglia e impresa, con le implicazioni che ne derivano, a costituire il maggiore fattore di successo o di insuccesso delle imprese familiari e a determinarne la migliore o peggiore performance rispetto alle società ad azionariato diffuso, a seconda delle circostanze e della specifica realtà in cui opera ciascuna impresa.

Tangiuri e Davis (1996) hanno individuato sette attributi definiti “bivalenti”, espressione delle peculiari dinamiche e delle intrinseche caratteristiche delle imprese familiari e dai quali queste traggono la fonte del loro vantaggio o svantaggio, in termini di *performance*, rispetto alle *non-family firms*<sup>24</sup>.

Ognuno dei “*bivalent attributes*” esprime un aspetto chiave della gestione delle aziende familiari, che scaturisce direttamente proprio dalla sovrapposizione fra famiglia, proprietà e *business* (*Three Circle Model*<sup>25</sup>) non riscontrabile negli altri tipi di impresa, e concorre fortemente al loro successo o meno a seconda della sua gestione e delle caratteristiche specifiche di ogni impresa.

Nella tabella 1.6 di seguito riportata si esaminano tali attributi e i loro potenziali effetti sull’efficienza gestionale.

Tabella 1.6 – Gli attributi simultanei

Attributo "simultaneo"	Spiegazione	Vantaggi (+)	Svantaggi (-)
<i>Simultaneous Roles</i>	I membri della famiglia che lavorano nell'impresa possono assumere contemporaneamente diverse vesti e perseguire differenti obiettivi: in quanto parenti sono interessati innanzitutto al benessere e all'unità della famiglia; come membri della compagine azionaria si preoccupano del ritorno dell'investimento effettuato; in qualità di <i>manager</i> prestano il loro concreto contributo all'operatività aziendale.	La sovrapposizione degli obblighi nei confronti della famiglia, dell'impresa e dei soci nelle mani di una stessa persona o di un ristretto gruppo di persone può portare a una convergenza dei diversi interessi da perseguire e tradursi in un legame di lealtà e fiducia fra i vari membri della famiglia, riducendo i costi d'agenzia e i conflitti per il controllo dell'azienda e garantendo una maggiore flessibilità ed efficienza del processo decisionale.	Le esigenze e istanze della famiglia, riassumibili nel desiderio di unità e collaborazione fra i suoi membri, possono porsi in contrasto gli obiettivi di performance dell'impresa: confusione valoriale e normativa, riduzione di obbiettività. Si possono inoltre creare conflitti d'interesse fra i vari ruoli svolti da uno stesso soggetto.

<sup>24</sup> R. Tagiuri, J. Davis, *Bivalent Attributes of the Family Firm*, Family Firm Review 9(2), 1996

<sup>25</sup> J. Davis, *The Influence of Life Stages on Father-Son Work Relationships in Family Companies*, 1982

<p><i>Shares Identity</i></p>	<p>Identificazione dei membri della famiglia nell'impresa e viceversa. Dal momento che i comportamenti del singolo membro familiare, all'interno e all'esterno dell'ambito lavorativo, possono influenzare significativamente l'immagine e la reputazione della intera famiglia e dell'impresa, questi sono fortemente influenzati e guidati dalla famiglia stessa.</p>	<p>Il controllo esercitato da parte della famiglia sul singolo può contribuire sensibilmente ad aumentarne la consapevolezza in merito agli standard comportamentali da adottare, a rafforzare un senso di missione comune da perseguire attraverso la fiducia reciproca, e allineare quindi l'attività dei diversi stakeholder dell'impresa.</p>	<p>Un monitoraggio soffocante da parte della famiglia può condurre a un senso di insofferenza verso la stessa e verso il business, scoraggiare la creatività dei vari membri e deprimere di conseguenza la capacità innovativa dell'impresa.</p>
<p><i>Lifelong Common History</i></p>	<p>Forte condivisione delle esperienze fra i membri della famiglia fin dalla tenera età e profonda conoscenza reciproca.</p>	<p>La consapevolezza reciproca dei punti di forza e di debolezza dei vari <i>shareholder</i> può condurre a un'ottimizzazione delle capacità imprenditoriali attraverso la predisposizione di una struttura di <i>governance</i> basata su un'intelligente complementarietà e bilanciamento delle varie competenze.</p>	<p>Nel caso di conflitti e invidie fra membri della famiglia, proprio la conoscenza dei difetti altrui può essere utilizzata come un'arma finalizzata al suo discredito e compromissione della posizione in azienda.</p>
<p><i>Emotional Involvement</i></p>	<p>I membri della famiglia, proprio in virtù della loro storia e delle loro esperienze, positive e/o negative, comuni, sono più legati sentimentalmente, nel bene e nel male, di due colleghi non uniti da vincoli parentali.</p>	<p>La forza dei sentimenti positivi fra i membri di una stessa famiglia può aumentare la motivazione e la disponibilità/flessibilità nel lavoro, cementificare la fiducia reciproca e massimizzare la collaborazione e l'efficienza. Inoltre i sentimenti di amore fra i familiari permette di ridurre i conflitti e le discussioni e trasmettere a tutti gli <i>stakeholder</i> l'immagine di una famiglia unita e che persegue obiettivi comuni.</p>	<p>Sentimenti di odio e risentimento possono ostacolare sensibilmente l'efficienza e l'efficacia dei rapporti di lavoro a danno di tutta l'organizzazione. L'incapacità di nascondere all'esterno i conflitti e le potenziali direttive contrastanti impartite ai lavoratori possono creare confusione e sfiducia fra i lavoratori stessi e tutti gli <i>stakeholder</i>, oltre a deprimere l'immagine dell'azienda.</p>

<p><i>Private Language</i></p>	<p>I membri della famiglia comunicano fra loro utilizzando un linguaggio "privato". "Nel corso dei numerosi anni di esperienze comuni, fra i parenti si sono andate formando speciali parole, frasi, espressioni, movimenti del corpo" di cui solo questi conoscono il significato.</p>	<p>Il linguaggio privato della famiglia imprenditoriale permette ai suoi membri di comunicare in modo più rapido, discreto ed efficiente.</p>	<p>Esclude i soggetti non membri della famiglia e può portare a una carenza di comunicazione aziendale.</p>
<p><i>Mutual Awareness and Privacy</i></p>	<p>I membri della famiglia sono sempre al corrente della vita privata di un parente, attraverso la comunicazione diretta fra di loro, il linguaggio "privato", e indirettamente tramite la conversazione altri membri della famiglia.</p>	<p>La profonda conoscenza reciproca, anche a livello privato, migliora la comunicazione e garantisce scelte condivise da tutta la famiglia imprenditoriale.</p>	<p>La mancata separazione fra sfera privata e sfera lavorativa e la conseguente assenza di privacy può causare un sentimento claustrofobico di costante controllo e oppressione.</p>
<p><i>Meaning of the Family Company</i></p>	<p>L'impresa assume una fondamentale importanza per la famiglia proprietaria: è spesso considerata come un'estensione della famiglia stessa e tutti i membri della famiglia (seppur con intensità minore all'allontanarsi delle generazioni da quella del fondatore) provano un forte senso di appartenenza e di attaccamento.</p>	<p>L'attaccamento verso l'impresa garantisce una comunione di obiettivi e una forte collaborazione fra i familiari. Il benessere e il successo dell'azienda rappresenta la missione il fine ultimo della famiglia e ne garantisce l'unità d'intenti.</p>	<p>L'intensità dei sentimenti nutriti nei confronti dell'impresa può prevaricare il desiderio di unità all'interno della famiglia. L'impresa è più importante di tutto, anche dei legami parentali, e può giustificare quindi conflitti fra i membri della famiglia.</p>

Fonte: R. Tagiuri, J. Davis, *Bivalent Attributes of the Family Firm*, Family Firm Review 9(2), 1996

### 1.3.1 I vantaggi

Come dimostrato da diversi studi della letteratura economica<sup>26</sup>, in condizioni di mercato inefficienti, le imprese familiari sono in grado di ottenere *performance* regolarmente migliori rispetto alle aziende non familiari, come conseguenza degli stretti rapporti, anche personali, che i membri della famiglia sono in grado di instaurare con gli esponenti politici e con le pubbliche istituzioni.

<sup>26</sup> H. Almeida, D. Wolfenzon, *A Theory of Pyramidal Ownership and Family Business Groups*, 2006; R.Mork, B.Yeung, *Agency Problems in Large Family Business Groups*, 2003.

Anche in mercati efficienti e globalizzati, l'evidenza empirica<sup>27</sup> dimostra come le *family firm* siano spesso in grado di “*overperformare*” le concorrenti non familiari, attraverso la propria peculiare struttura di *governance* informale e snella, che consente loro una maggiore flessibilità e rapidità decisionale (tanto più importante quanto più il mercato di riferimento per l'azienda è elastico e soggetto a repentini cambiamenti) e grazie all'adozione di strategie di *business* non convenzionali, resa possibile proprio in virtù delle particolari caratteristiche di tale tipo di imprese conseguenti alla sovrapposizione fra azienda e famiglia.

La caratteristica fondamentale e fonte dei maggiori vantaggi competitivi per un'impresa familiare è probabilmente la sua visione di lungo periodo, conseguenza diretta della stabile presenza della famiglia nell'assetto proprietario nel corso degli anni e delle generazioni (si pensi, fra i numerosi esempi individuabili, al caso FIAT, azienda controllata dalla famiglia Agnelli fin dalla sua fondazione nel 1899). Tale visione appare dunque come la logica risposta ad alcune delle esigenze tipiche delle *family firm*, quali il desiderio e la volontà da parte del fondatore/imprenditore di far sopravvivere l'impresa a se stesso tramandandola ai suoi eredi, l'attaccamento della famiglia all'impresa e il coinvolgimento emotivo nei confronti delle sorti della stessa, spesso considerata dai familiari come un'estensione della loro stessa persona, lo stretto legame fra la futura fortuna dell'impresa e quella della famiglia, in termini reputazionali e di immagine, oltre che economici.

È proprio l'orientamento di lungo termine a costituire la più marcata differenza strategica fra le imprese familiari e le *public company*, a tutto discapito di queste ultime. Le imprese ad azionariato diffuso sono infatti profondamente vincolate a rendere periodicamente conto agli azionisti della redditività dell'investimento effettuato, attraverso la distribuzione dei dividendi e/o l'aumento del valore del capitale investito (*capital gain*). Tale approccio scoraggia l'adozione di progetti che comportano una riduzione degli utili correnti ma che aumenterebbero il valore dell'impresa nel lungo periodo (*patient capital*).

Un emblematico esempio di quanto si viene sostenendo è rappresentato dalla prassi, comune alle imprese a proprietà diffusa in determinati settori (come quello automobilistico), di procedere a svendite di determinati *asset* prima della data del bilancio (annuale ma spesso anche trimestrale o quadrimestrale) al fine di adeguarsi al budget presentato e non deludere quindi le aspettative degli investitori<sup>28</sup>.

La stessa strutturazione del piano retributivo dei *manager* nelle grandi *public companies* incentiva i dirigenti ad adottare politiche e strategie volte prettamente al raggiungimento di risultati di breve periodo. La retribuzione dei *manager* è infatti costituita dalla somma fra una parte fissa, determinata contrattualmente, e una componente variabile (MBO: *Management By Objectives*)<sup>29</sup>, condizionata e commisurata al raggiungimento di determinati obiettivi di *performance* e che nel corso degli ultimi decenni ha assunto un sempre maggiore peso percentuale rispetto alla prima. La componente variabile è spesso rappresentata

---

<sup>27</sup> Per un'attenta analisi di sintesi dei maggiori studi empirici sulla performance delle imprese familiari si veda il paragrafo 1.3.

<sup>28</sup> G. Baschieri, *L'impresa familiare. Fattori di successo ed evidenze empiriche sulla performance*, FrancoAngeli, Milano, 2014.

<sup>29</sup> Per un approfondimento si veda in particolare: G.S. Odiorne, *MBO, lo stile manageriale più efficace per la direzione d'impresa*, Sperling & Kupfer Editori, 1985

dall'assegnazione ai dirigenti aziendali di strumenti finanziari (solitamente azioni) emessi dall'impresa stessa, con la possibilità di acquisirne la proprietà gratuitamente (piani di *stock grant*) o a un prezzo scontato (piani di *stock purchase*), o di opzioni *call* su un certo numero di azioni della società (piani di *stock options*); ciò al fine di collegare direttamente l'obiettivo di un maggior guadagno da parte dei *manager* e quello di massimizzazione del valore dell'investimento degli azionisti, e ridurre quindi i problemi d'agenzia. In particolare i piani di *stock options* hanno riscontrato nel corso degli ultimi decenni un notevole successo. Le opzioni sono caratterizzate da un prezzo di esercizio pari al valore di mercato delle azioni sottostanti alla data di sottoscrizione, e sono esercitabili solo entro un determinato termine (*vesting period*), in media pari a 3-5 anni. Ne consegue che per ottenerne un vantaggio economico, i *manager* saranno incentivati ad adottare politiche, anche particolarmente rischiose, volte alla massimizzazione del valore azionario in un orizzonte temporale limitato<sup>30</sup>.

La differenza con le imprese familiari appare ancora più lampante se si considerano le parole di Brunello Cucinelli, fondatore e presidente dell'omonima azienda, fra i leader internazionali nel settore del lusso: “C'è il piano aziendale a tre anni, ma c'è anche un piano a trecento anni. Serve anche quello”<sup>31</sup>.

L'orientamento al lungo periodo, quindi, amplia il raggio della opportunità di profitto per le imprese familiari, e la stabile e vigile presenza della famiglia nella maggioranza del capitale riduce la “miopia” dei manager estremamente frequente nelle *public companies*, garantendo maggiore stabilità e *performance* finanziarie superiori.

Inoltre, la stabilità nei vertici delle imprese familiari (spesso occupati dal fondatore o da membri della famiglia proprietaria) riduce l'aleatorietà dei rapporti con gli *stakeholder* tipica delle imprese ad azionariato diffuso, caratterizzate da un alto tasso di *turn over* degli amministratori con conseguenze che si ripercuotono sull'interno sistema aziendale e su tutti i portatori d'interesse.

Quanto detto finora è ancor più valido nei periodi di crisi e recessione del sistema economico: le *family firm*, non soggette alle pressioni degli azionisti, dimostrano una maggiore solidità nei propri investimenti strategici, anche a costo di sacrifici di cassa nel breve termine. Ciò consente loro di non rinunciare al proprio sentiero di crescita e di riprendersi con maggior forza una volta che la crisi sia rientrata.

Altro elemento essenziale alla base dei vantaggi delle imprese familiari, come discusso in precedenza, è il clima di fiducia che spesso permea l'intera organizzazione, a partire dai rapporti fra i membri della famiglia. La fiducia e la lealtà che informa tutte le attività dell'impresa con i suoi *stakeholder* interni ed esterni (azionisti, dirigenti, lavoratori, fornitori) riduce i costi di transazione connessi al controllo e al monitoraggio del comportamento degli *stakeholder* stessi.

---

<sup>30</sup> Per di più, tali piani di incentivazioni possono risultare particolarmente costosi per l'impresa. Diversi studi (particolarmente significativo quello di Gomez-Mejia, Larrazza-Kintana e Makri del 2003) sottolineano come il coinvolgimento della famiglia nella proprietà e nella gestione dell'impresa, che si sostanzia nella presenza di CEO membri della famiglia, sia in grado di ridurre significativamente il maggiore costo legato alla retribuzione di *manager* esterni.

<sup>31</sup> Intervista rilasciata a *Panorama* il 12 gennaio 2012.

La concentrazione della proprietà (e spesso della gestione) dell'impresa nelle mani di pochi soggetti legati da vincoli di parentela (e quindi da rapporti di fiducia), elimina (o quantomeno minimizza) i costi legati alla separazione fra proprietà e controllo (*agency costs*), tipici delle imprese ad azionariato polverizzato. La convergenza degli interessi e degli obiettivi fra proprietari e *manager* (perfetta nei casi in cui i due ruoli coincidano) annulla la possibilità di adottare comportamenti opportunistici da parte di questi ultimi, resa possibile nelle *public company* dalle asimmetrie informative e dall'impossibilità di pervenire a un'ideale contrattazione tale da consentire una perfetta unità d'intenti<sup>32</sup>.

Anche nei casi in cui, in imprese familiari di rilevanti dimensioni, una parte o la totalità dei ruoli manageriali è affidata a soggetti esterni, il penetrante controllo da parte del gruppo familiare (indispensabile, data la rilevanza dell'investimento effettuato, dal cui successo dipende quello della famiglia stessa), unito alla forte influenza in grado di esercitare sulla direzione strategica e alla profonda conoscenza dell'attività d'impresa, permette di ridurre le possibilità dei *manager* di porre in essere comportamenti contrastanti con gli interessi degli azionisti di controllo al fine di ottenere benefici privati. Nelle imprese ad azionariato diffuso il costo per i singoli azionisti di monitorare così attentamente e frequentemente l'attività del *top management* è totalmente sproporzionato rispetto al beneficio ricavabile da tale attività di controllo. Si tratta del problema del *free-riding*: mentre il costo del monitoraggio è sostenuto esclusivamente da chi pone in essere l'attività di controllo, i vantaggi che ne derivano sono spartiti equamente fra tutti gli azionisti (in proporzione al peso percentuale della propria partecipazione).

L'evidenza empirica e la letteratura economica dimostrano inoltre come l'adozione di strategie di diversificazione a livello d'impresa non contribuiscano ad aumentare le *performance* e il valore delle azioni<sup>33</sup>: i singoli investitori possono ottenere una riduzione del rischio specifico a parità di rendimento, o viceversa, un aumento di rendimento a parità di rischio, attraverso la diversificazione del proprio portafoglio, scegliendo la combinazione di titoli che meglio si adatta alla propensione al rischio di ciascuno<sup>34</sup>. Le ricerche fino ad oggi condotte non sono riuscite per esempio a dimostrare che il rendimento delle azioni delle grandi imprese conglomerate sia migliore, a parità di rischio, rispetto al rendimento ottenuto attraverso i fondi comuni di investimento<sup>35</sup>. Tuttavia, i *manager* delle *public company* potrebbero essere interessati ad attuare strategie di diversificazione aumentando la dimensione dell'impresa dati i vantaggi che gli deriverebbero (in termini economici e reputazionali) dalla gestione di un "impero" aziendale. L'incapacità di attuare un completo controllo sugli amministratori nelle imprese ad azionariato diffuso può condurre a una situazione di

---

<sup>32</sup> Si parla in proposito di "*agency cost type I*", somma costi di monitoraggio, di adesione e delle perdite residuali; I. Clacher, D. Hillier, P. McColgan, *Agency Theory: incomplete contracting and ownership structure*, Corporate Governance, Hoboken, 1976.

<sup>33</sup> P.G. Berger, E. Ofek, *Diversification's effect on firm value*, Journal of Financial Economics 37(1), 1995.

<sup>34</sup> Riportiamo qui i contributi pionieristici nell'ambito della "*Portfolio Theory*": H. Markowitz, *Portfolio Selection*, Journal of Finance 7, 1952; A. Roy, *Safety First and the Holding of Assets*, Econometrica 20, 1952; B. de Finetti, *Il problema dei pieni*, Giornale dell'Istituto Italiano degli Attuari, 1940.

“*overdiversification*”, a discapito degli azionisti e a vantaggio del *management*, che vede aumentare la propria retribuzione e il proprio potere. Viceversa diversi studi hanno dimostrato come società prudentemente diversificate siano in grado di realizzare rendimenti moderatamente migliori rispetto a società eccessivamente focalizzate su un prodotto/servizio/mercato e sensibilmente maggiori di quelli di società fortemente diversificate<sup>36</sup>. Ulteriori evidenze empiriche inoltre svelano come le strategie di diversificazione all’interno di *family firm*, seppur rare (come vedremo), garantiscano *performance* sistematicamente migliori rispetto a quelle del mercato, ribaltando quanto affermato sopra in merito alla maggiore efficienza della diversificazione a livello di singolo portafoglio rispetto alla diversificazione interna con riguardo alle *public company*<sup>37</sup>. La scelta da parte di un’impresa familiare di diversificare parte della propria attività è infatti spesso determinata dall’individuazione di reali opportunità di crescita e miglioramento della *performance* aziendale o riduzione del rischio coerenti con la strategia di *business* perseguita<sup>38</sup> e non è indotta da riflessioni opportunistiche da parte dei *manager*.

Ulteriore fonte di difformità delle imprese familiari rispetto alle *non family firm* è la caratteristica snellezza e informalità della loro struttura di *governance*. Come discuteremo approfonditamente nel prossimo paragrafo, la scarsa strutturazione, gerarchizzazione e professionalizzazione del governo societario è spesso considerata come un forte limite all’efficienza delle imprese familiari. D’altra parte, è ugualmente vero, come più volte sottolineato, che la semplicità e la snellezza della struttura organizzativa può garantire un sostanziale vantaggio rispetto alle altre tipologie di aziende in termini di elasticità e rapidità decisionale, semplificazione delle controversie e capacità di adattamento all’ambiente esterno, vantaggio ancor più rilevante in condizioni di turbolenza del mercato che richiedano un’immediata reazione da parte dell’impresa<sup>39</sup>.

Un discorso simile a quello sopra condotto sulla diversificazione può essere fatto con riferimento alle strategie di integrazione verticale. L’evidenza empirica rivela come spesso i costi derivanti dall’attuazione di tale tipo di scelta strategica sovrastino i benefici ad essa connessi<sup>40</sup>. A partire dagli anni ‘70 si è sviluppato un fenomeno di de-verticalizzazione che ha investito la grande maggioranza delle imprese italiane ed europee, come risulta ben visibile dal grafico seguente (figura 1.4). A ciò si aggiunge la tendenza alla specializzazione che,

---

<sup>36</sup> Si veda ad esempio l’articolo di N.W.C. Harper e S. P. Viguierie pubblicato sul *The Mckinsey Quarterly, Risk & Resilience*, n.2, 2002.

<sup>37</sup> G. Baschieri, *L’impresa familiare. Fattori di successo ed evidenze empiriche sulla performance*, FrancoAngeli, Milano, 2014.

<sup>38</sup> Fra gli argomenti a favore dell’adozione di una strategia di diversificazione possiamo citare:

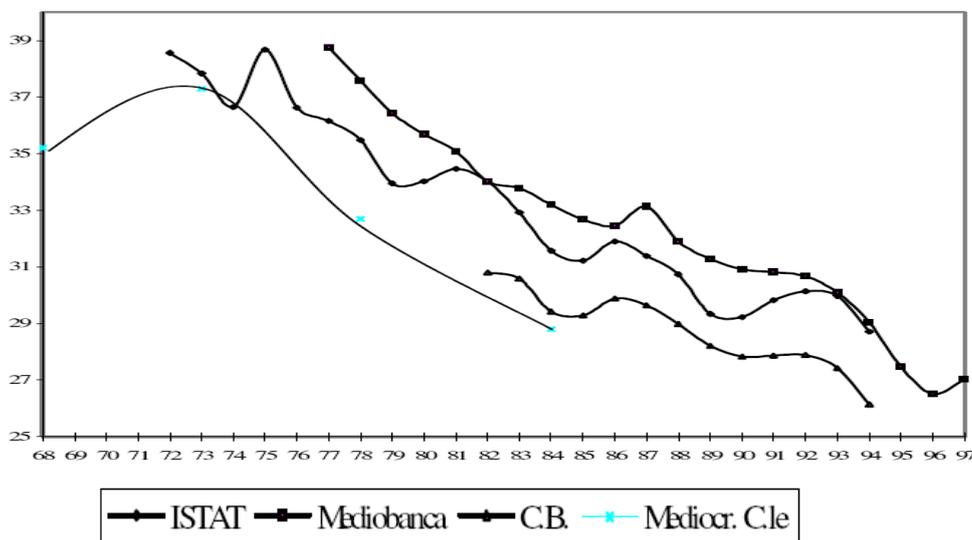
- la riduzione del rischio specifico dell’impresa;
- il conseguimento di sinergie utili al core business;
- l’aumento della quota di mercato e del potere contrattuale con i fornitori;
- l’accesso a un nuovo know-how e a informazioni rilevanti (favorevoli, ad esempio, per una migliore conoscenza dei clienti).

<sup>39</sup> Tale vantaggio è in parte controbilanciato dalla difficoltà, riscontrata in numerose ricerche empiriche, delle imprese familiari a procedere a licenziamenti dei propri dipendenti qualora le condizioni di mercato o le performance ne dimostrino la necessità (si veda ad esempio la *Survey of Business Owners* del Dipartimento del Commercio USA del 2007).

<sup>40</sup> M. D. Whinston, *On the Transaction Cost Determinants of Vertical Integration*, *The Journal of Law, Economics, and Organization* 19(1), 2003. Fra gli svantaggi dell’integrazione verticale ricordiamo l’aumento dei costi fissi e del punto di pareggio (*Break Even Point*), l’aumento delle barriere all’uscita e dunque la sostanziale irreversibilità della scelta dati gli ingenti investimenti effettuati e l’irrecuperabilità degli stessi, la maggiore staticità dell’impresa e la difficoltà ad adattarsi velocemente alle mutate condizioni di mercato dato l’aumento della sua dimensione strutturale. Il maggior vantaggio è invece costituito dalla riduzione (o eliminazione) dei costi di transazione connessi all’acquisto dei beni necessari alla produzione sul mercato.

specialmente in anni recenti, ha portato a una disintegrazione internazionale della catena globale del valore (*Value Chain*), soprattutto nei settori ad alto contenuto tecnologico, con un ampio ricorso a società esterne per svolgimento delle fasi produttive a valle e soprattutto a monte rispetto alle “*core activities*” dell’impresa (c.d. *outsourcing*), e a contratti di *joint venture*.<sup>41</sup>

Figura 1.4 – Grado di integrazione delle imprese industriali italiane



Fonte: A. Arrighetti, *Integrazione Verticale in Italia e in Europa: tendenze e ipotesi interpretative*, 1999.

Di contro, strategie di integrazione verticale possono rivelarsi profittevoli per le *family firm*, in virtù della caratteristica informalità e agilità della struttura di *governance* di tale tipo di imprese, dell’assenza di conflitti d’agenzia e delle presenza di una forte cultura aziendale che permea tutta l’organizzazione e che è in grado di trasmettersi nelle nuove divisioni integrate più facilmente grazie all’autorevole presenza e al forte coinvolgimento della famiglia imprenditoriale nel *business*. Infatti, l’internalizzazione di attività a monte o a valle rispetto alla *core activity* tipica dell’impresa comporta un sostanziale incremento della complessità organizzativa, incrementando i costi burocratici e amministrativi. Come nel caso della diversificazione, inoltre, i contrasti e gli antagonismi che si possono generare fra le divisioni interne potrebbero richiedere una rivoluzione dell’infrastruttura aziendale nel senso di una maggiore formalizzazione e gerarchizzazione della stessa. È chiaro come, per le motivazioni sopra esposte, le imprese familiari siano in grado di minimizzare i costi connessi all’integrazione rispetto alle altre aziende<sup>42</sup>.

<sup>41</sup> Per un approfondimento si veda: N.Shin, K.L. Kraemer, J. Dedrick, *Value Capture in the Global Electronics Industry: Empirical Evidence for the “Smiling Curve” Concept*, *Industry and Innovation* 19(2), 2012.

<sup>42</sup> Un importante esempio di strategia di integrazione verticale perseguita con successo da un’impresa familiare è quello di Luxottica Group S.p.A., la più grande produttrice mondiale di montature per occhiali da vista e da sole, fusasi nel 2017 con la francese Essilor. L’azienda svolge al proprio interno, diffidando dal ricorso all’esternalizzazione, sia a valle che a monte, l’intero processo che porta dall’acquisto delle materie prime alla produzione fino alla vendita di un occhiale al produttore finale.

### 1.3.2 I limiti

Come più volte evidenziato, alla base delle peculiari caratteristiche e dei vantaggi competitivi delle imprese familiari vi è l'inscindibile rapporto e commistione fra l'azienda e la famiglia. Lo stesso vale anche con riguardo ai punti di debolezza delle *family firm*. La fondamentale importanza rivestita dalla famiglia imprenditoriale nel determinare i successi e gli insuccessi di tale tipologia d'impresa è dimostrata anche dall'influenza che potenziali conflitti al suo interno sono in grado di esercitare sulla *performance* aziendale<sup>43</sup>. I dissidi e le ostilità che si possono instaurare fra i familiari, anche se vedono la loro origine al di fuori del contesto aziendale, hanno ripercussioni fortemente negative sull'attività e la gestione dell'impresa. Tali criticità assumono dimensioni e intensità differenti a seconda delle specifiche circostanze che caratterizzano ciascuna impresa. In particolare:

- in aziende caratterizzate da una forte *leadership* di un unico soggetto (spesso il fondatore) i conflitti fra gli altri individui appartenenti alla famiglia assumono una più modesta rilevanza sul *business*, gestito quasi esclusivamente dall'imprenditore/fondatore, e possono essere ricomposti facilmente proprio grazie alla autorevolezza e al potere di quest'ultimo;
- i potenziali conflitti tendono ad aumentare proporzionalmente al progredire delle generazioni, e alla crescita del numero dei familiari coinvolti nella gestione, o di quelli che comunque vantano dei diritti nei confronti della proprietà dell'impresa. Si complica quindi l'obiettivo, fondamentale ai fini di una corretta ed efficiente conduzione del *business*, di mantenere e sviluppare una cultura aziendale e una visione strategica condivise attraverso una forte unità d'intenti e interessi;
- in imprese caratterizzate da una più netta separazione fra familiari-imprenditori e familiari-proprietari (*i.e.* familiari azionisti privi di un coinvolgimento attivo nella gestione) è potenzialmente massima la distanza fra gli interessi e gli obiettivi dei membri della famiglia, a seconda del "gruppo" a cui questi appartengano. I familiari-proprietari, infatti, sono facilmente assimilabili agli azionisti delle *public company* il cui principale desiderio è quello di vedere aumentata la propria ricchezza personale attraverso la periodica distribuzione dei dividendi (e attraverso l'aumento del valore del proprio capitale azionario nel caso in cui l'impresa sia una S.p.A. quotata). Il principale obiettivo perseguito da un familiare-imprenditore, viceversa, è quello di garantire stabilità e crescita all'impresa gestita anche tramite il ricorso all'autofinanziamento.

Altro fenomeno potenzialmente osservabile nelle imprese familiari, e ampiamente discusso dalla letteratura, è il tentativo messo in atto dalla famiglia che detiene il controllo sull'azienda di estrarne benefici privati a danno degli altri azionisti (*i.e.* azionisti di minoranza).

---

<sup>43</sup> Ci si riferisce ai c.d. "agency cost type IV"; R.C. Anderson, S.A. Mansi, D.M. Reeb, *Founding Family Ownership and the Agency Cost of Debt*, *Journal of Financial Economics*, 2003.

Per “benefici privati del controllo” si intendono tutte quelle tipologie di vantaggi privati (vale a dire in forma esclusiva e non condivisa) di cui godono determinati soggetti in virtù del loro potere di controllo sull’impresa<sup>44</sup>. L’espropriazione di ricchezza dall’impresa a favore della famiglia proprietaria può avvenire, ad esempio, attraverso il conferimento di retribuzioni eccessive ai membri della famiglia che ricoprono ruoli di gestione all’interno dell’azienda, attraverso operazioni con parti correlate a prezzi non in linea con quelli di mercato, o tramite la distribuzione di dividendi straordinari.

Tali benefici possono essere analiticamente individuati attraverso il premio a cui vengono ceduti pacchetti di azioni in grado di garantire la maggioranza dei diritti di voto in un’impresa. Massari *et al.* (2006) hanno stimato il valore dei benefici privati delle imprese italiane quotate pari in media all’8% del valore totale del Patrimonio Netto nell’ultimo decennio del secolo scorso, considerando la differenza fra il prezzo di trasferimento del pacchetto di controllo e il prezzo di mercato delle stesse azioni successivamente alla data di cessione (c.d. *block transaction premium method*)<sup>45</sup>. A seguito dei numerosi interventi legislativi volti a tutelare i diritti delle minoranze (d.lgs. 58/1998, c.d. TUF; l. 58/1998, d.lgs. 37/2004, l. 262/2005; d.lgs. 27/2010; Codice di Autodisciplina) si è tuttavia osservato un consistente trend di decrescita del premio di maggioranza nel mercato italiano, come dimostrato da più recenti studi, quali quelli di Salvi, che individua un premio medio pari al 2,1% nel periodo 2000-2013<sup>46</sup> e compreso fra l’1 e il 4% nel 2019<sup>47</sup>.

Se dunque, come mostrato nel paragrafo precedente, il forte livello di concentrazione proprietaria, tipica delle *family firm*, annulla o quantomeno minimizza i costi da sostenere ai fini del monitoraggio del *management*, è d’altra parte alla base di un’altra forma di conflitto d’interesse, quella fra l’azionista di maggioranza e gli azionisti di minoranza (*principal vs principal*): da tale problematica derivano i relativi costi da sopportare al fine di limitare la possibilità di estrazione di utilità private da parte del primo e a danno dei secondi<sup>48</sup>.

Tema questa di fondamentale rilievo, considerando che il mercato italiano, e in generale le borse degli altri Paesi Sviluppatori diverse da quelle dei paesi anglosassoni, è caratterizzato dalla presenza di imprese in cui la maggioranza del capitale è concentrata nelle mani di pochi grandi azionisti. Proprio sulla base di queste

---

<sup>44</sup> I benefici privati del controllo si distinguono in:

- *perquisites*: benefici privati del *top management* in sistemi ad azionariato diffuso (*public company*);
- *tunnelling*: benefici privati dell’azionista di controllo in realtà economiche ad azionariato concentrato (come le *family firm*). Si tratta in generale di operazioni effettuate da un azionista di controllo per appropriarsi di parte della ricchezza dell’impresa, ad esempio attraverso la vendita di determinati asset a un prezzo minore di quello di mercato a imprese controllate dallo stesso azionista o direttamente all’azionista stesso, oppure attraverso l’acquisto di beni e servizi a un prezzo “gonfiato” da un’altra azienda appartenente al gruppo.

<sup>45</sup> M. Massari, V. Monge, L. Zanetti, *Control Premium in Legally Constrained Markets for Corporate Control: The Italian Case (1993-2003)*, Journal of Management and Governance, n.10, 2006. Lo studio si è basato su un campione di 27 cessioni di pacchetti azionari di controllo nel decennio 1992-2003. Tra gli altri studi sull’argomento si veda in particolare: A. Dick, L. Zingales, *Private Benefits of Control: An International Comparison*, Journal of Finance, n.59, 2004; M.J. Barclay, C.L. Holderness, *Private Benefits from Control of Public Corporations*, Journal of Financial Economics, n.25, 1989, dove venne introdotto per la prima volta il *block transaction premium method*.

<sup>46</sup> A. Salvi, *Premi per il Controllo: Metodi, Misure ed Evidenze*, Milano, 2013. Il risultato particolarmente contenuto ottenuto è in parte determinato anche dal particolare campione utilizzato, che esclude ad esempio le negoziazioni di blocchi azionari.

<sup>47</sup> A. Salvi, *Premi di maggioranza e sconti di minoranza. Metodi di stima ed evidenza empiriche in Europa*, Giuffrè, Milano, 2019.

<sup>48</sup> Ci si riferisce ai c.d. “agency cost type IP”; I.Clacher, D.Hillier, P.McColgan, *Agency Theory: incomplete contracting and ownership structure*, Corporate Governance, Hoboken, 1976.

considerazioni, negli ultimi decenni la legislazione italiana e comunitaria, come accennato sopra, si è evoluta in risposta all'esigenza di garantire una maggiore tutela delle minoranze nelle imprese quotate.

Ulteriore rilevante svantaggio per le imprese familiari è rappresentato dalla limitata competitività e dalla scarsa efficienza del mercato del lavoro "manageriale". Ciò può essere principalmente ricondotto a due ordini di fattori. Da un lato, la maggioranza delle *family firm*, come visto, si caratterizza per la volontà, da parte degli attuali proprietari e gestori dell'impresa, di tramandare proprietà e controllo della stessa ai propri eredi. È dunque implicitamente definito il ristretto gruppo di individui entro cui scegliere i futuri destinatari delle posizioni manageriali di vertice dell'azienda, scartando a priori tutti i soggetti estranei alla famiglia imprenditoriale.

Tale fenomeno è noto come "nepotismo" e rappresenta appunto la tendenza dell'imprenditore di una *family firm* a concedere la possibilità di assumere posizioni apicali nell'impresa ai soli membri della famiglia imprenditoriale, indipendentemente dall'effettiva competenza, professionalità e capacità manageriali di quest'ultimi. Il "nepotismo", e in generale i problemi legati alla successione (tra cui una sua mancata pianificazione puntuale e tempestiva), possono arrecare un grave pregiudizio all'efficienza e alla crescita dell'azienda e sono fra le maggiori cause di fallimento delle *family firm* e di decadimento delle famiglie stesse<sup>49</sup>. Inoltre, i costi legati a una successione inefficiente sono sostenuti da tutti gli azionisti proporzionalmente alla quota detenuta, quindi anche dagli azionisti di minoranza, che solitamente non sono in grado di opporsi al fenomeno del "nepotismo"<sup>50</sup>.

Secondo fattore da tenere in considerazione è la scarsa attrattività del lavoro, soprattutto di quello manageriale, nelle *family firm*. Si osserva infatti una certa ritrosità, da parte di *manager* qualificati esterni, ad accettare offerte di lavoro in imprese familiari. Tale riluttanza appare tanto maggiore quanto più modeste sono le dimensioni dell'impresa e quanto più forte è l'influenza esercitata della famiglia sulla conduzione del *business*. Fra le principali cause che spiegano tale fenomeno possiamo individuare:

- le più limitate opportunità di carriera in un'impresa familiare, soprattutto quando alcune posizioni di vertice sono occupate stabilmente da membri della famiglia<sup>51</sup>;
- la minore possibilità di ottenere benefici privati da parte del *management* esterno, conseguenza del forte controllo e coinvolgimento della famiglia nel *business*, come osservato in precedenza;
- l'incombenza dei membri della famiglia che limita la libertà d'azione da parte dei *manager*, spesso costretti a giustificare quotidianamente le decisioni prese, a seguire le indicazioni e gli ordini impartiti dai familiari, indipendentemente dalla loro ragionevolezza, a rinunciare alla propria visione strategica.

---

<sup>49</sup> Per una trattazione più approfondita sul tema della successione nelle imprese familiari si rimanda al Paragrafo 1.5 "Il passaggio generazionale".

<sup>50</sup> Anche in questo caso si parla di "agency cost type IP".

<sup>51</sup> W.S. Shulze, M.H. Lubatkin, R.N. Dino, A.K. Buchholtz, *Agency Relationships in Family Firms: Theory and Evidence*, Organization Science 12(2), 2001.

I conflitti fra i familiari possono coinvolgere, contro la sua volontà, anche il *management* esterno, che si ritrova spesso nello scomodo ruolo di “mediatore”;

- la scarsa strutturazione e gerarchizzazione della *governance* delle imprese familiari, potenzialmente alla base di una confusione dei ruoli e delle responsabilità amministrative;
- la relazione di diretta proporzionalità fra la dimensione aziendale e la retribuzione manageriale.

La difficoltà per un’impresa familiare di trovare *manager* esterni competenti e disponibili ha due rilevanti conseguenze: da un lato contribuisce alla tendenza di individuare all’interno della famiglia imprenditoriale i soggetti destinati alla gestione del *business*; dall’altro, dà vita a fenomeni di “selezione avversa”<sup>52</sup>.

Il forte attaccamento della famiglia all’impresa, l’identificazione dei suoi membri con la stessa, la frequente coincidenza fra il patrimonio aziendale e quello familiare sono in grado di spiegare un ulteriore punto di debolezza delle *family firm*: l’elevato grado di avversione al rischio che sembra contraddistinguere tale tipologia d’impresa, come dimostrato dalla ricerca accademica e dalla letteratura<sup>53</sup>.

L’eccessivo grado di “*risk aversion*” delle imprese familiari rappresenta probabilmente il maggiore ostacolo al loro successo e alla loro crescita<sup>54</sup>.

La principale causa alla base di un atteggiamento eccessivamente conservativo va individuata nella scarsa diversificazione del patrimonio della famiglia, concentrato quasi esclusivamente nell’impresa. In non pochi casi, addirittura gli immobili che fungono da domicilio per i membri della famiglia, così come diversi beni mobili registrati di cui questi godono personalmente e in via esclusiva (automobili, yacht, aeromobili), sono intestati all’impresa, nonostante non siano funzionali al processo produttivo della stessa. È chiaro, dunque, come non solo la ricchezza e il benessere, ma anche la stessa “sopravvivenza” (intesa in senso lato) dei familiari sia direttamente condizionata a quella dell’azienda. In conseguenza di tale consapevolezza, l’imprenditore familiare si dimostra spesso particolarmente restio ad abbracciare progetti di investimento e strategie di sviluppo e/o innovazione, per quanto convenienti e necessarie per la crescita dell’impresa, qualora comportino un eccessivo aumento del rischio.

---

<sup>52</sup> Il concetto di “*adverse selection*” è stato per la prima volta sviluppato da G. Akerlof (premio Nobel nel 2001) nell’articolo *The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, 1970. La selezione avversa è una situazione in cui una modifica delle condizioni contrattuali, volta a tutelare il compratore dal rischio connesso alle asimmetrie informative con i venditori, provoca un cambiamento nella platea dei potenziali contraenti che si traduce in un peggioramento della qualità degli stessi a svantaggio della parte che ha modificato le condizioni. Nel caso in esame, la consapevolezza da parte della famiglia della difficoltà di attrarre i migliori *manager* presenti sul mercato la induce a ridurre la retribuzione offerta, contribuendo in questo modo a scoraggiare i soggetti più competenti ad accettare l’incarico, a danno dell’impresa stessa.

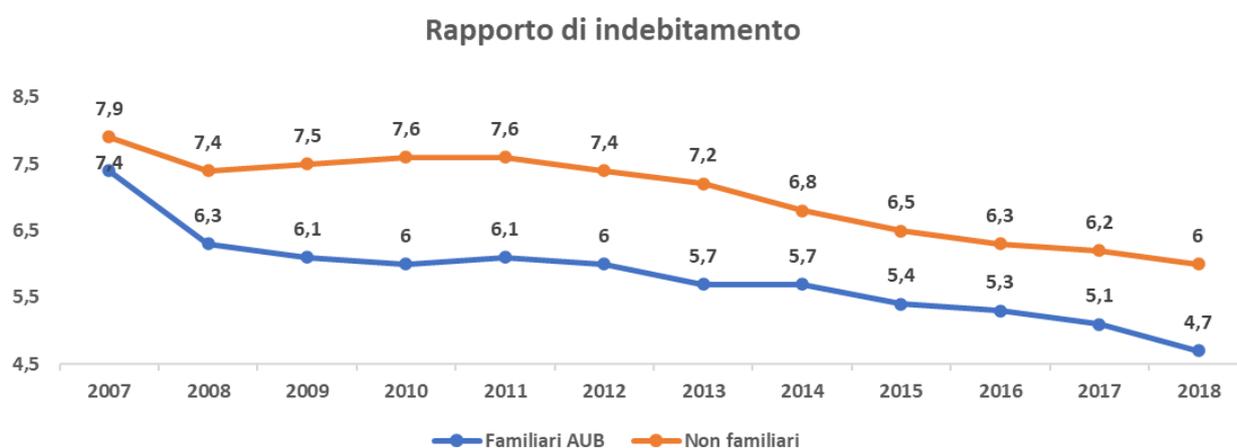
<sup>53</sup> M.A. Gallo, *The Role of Family Business and Its Distinctive Characteristic Behavior in Industrial Activity*, Family Business Review 8(2), 1995; C.S. Mishra, D.L. McConaughy, *Founding Family Control and Capital Structure: the Risk of Loss of Control and the Aversion to Debt*, Entrepreneurship Theory and Practice, 23(4), 1999; M. Mustakallio, E. Autio, S.A. Zahra, *Relational and Contractual Governance in Family Firms: Effects on Strategic Decision Making*, Family Business Review, 15(3), 2002; L. Naldi, M. Nordqvist, K. Sjöberg, J. Wiklund, *Entrepreneurial Orientation, Risk Taking, and Performance in Family Firms*, Family Business Review, 20(1), 2007. Una parte, seppur minoritaria, degli studiosi confuta tale tesi, secondo la quale le imprese familiari sono fisiologicamente più avverse al rischio rispetto alle altre aziende, limitandone la validità esclusivamente con riferimento alle primissime generazioni alla gestione del *business*: si veda J.C. Casillas, A.M. Moreno, J.L. Barbero, *A Configurational Approach of the Relationship between Entrepreneurial Orientation and Growth of Family Firms*, Family Business Review, 23(1), 2010.

<sup>54</sup> Si rimanda al paragrafo 1.5. “*La sfida del passaggio dimensionale*”.

Le implicazioni di un tale atteggiamento, unite alle conseguenze del forte desiderio da parte della famiglia di mantenere sia la proprietà che il controllo dell'azienda nelle sue mani, possono manifestarsi nell'adozione di un eccessivo conservazionismo volto al mantenimento e alla protezione dello “*status quo*” raggiunto, diffidando da qualsiasi iniziativa che implicherebbe un sostanziale cambiamento rispetto alle condizioni attuali (con riguardo alla composizione della compagine societaria, alla struttura organizzativa e di *governance*, ai beni/servizi prodotti, ai mercati serviti). Caratteristiche distintive delle imprese familiari infatti sono:

- la scarsa apertura nei confronti dell'apporto di capitale di rischio da parte di soggetti terzi (*ownership lock-in*), evidenziato dal limitato sviluppo del mercato borsistico italiano, grave ostacolo alla crescita e all'innovazione;
- elevato ricorso all'autofinanziamento;
- basso livello di indebitamento, come dimostrato dalla Figura 1.5 sotto riportata;
- la chiusura dei ruoli manageriali nei confronti di soggetti estranei alla ristretta cerchia dei familiari (*management lock-in*), come ampiamente discusso in precedenza;
- la difficoltà a crescere, in parte spiegabile attraverso l'ingannevole ricerca di situazioni di rendita connesse al mantenimento delle condizioni attuali di operatività dell'impresa. La capacità attuale e passata di generare buoni rendimenti, o comunque un reddito in grado di soddisfare le esigenze dei familiari, illude questi ultimi sulla capacità dell'azienda di continuare a prosperare mantenendo inalterate le strategie che hanno condotto al suo successo. La famiglia dunque diffida dall'intraprendere investimenti in R&S e in innovazione, potenzialmente fonte di un aumento del rischio, confidando nella possibilità di mantenere inalterata la propria ricchezza e il proprio benessere attraverso una politica d'impresa conservativa;

Figura 1.5 – Confronto del rapporto di indebitamento delle imprese familiari



Fonte: XI Osservatorio AUB, *Le imprese familiari e il Mondo*, 2019

Come vedremo meglio in seguito, una simile conduzione del *business* non è più sostenibile in un mercato globalizzato e in continua evoluzione come quello attuale, e una delle maggiori sfide per le imprese familiari è proprio rappresentata dal rifiuto dell'idea, tanto comune quanto dannosa, secondo cui "il piccolo è bello"<sup>55</sup>. Secondo W. Buffet<sup>56</sup>, le principali cause alla base del fallimento di un'impresa sono l'arroganza, la burocrazia e, soprattutto, la compiacenza, cioè l'appagata accettazione dello "*status quo*" ("ABC" della decadenza di un *business*).

### 1.3.3 *Le performance delle imprese familiari: evidenze empiriche*

In merito al differenziale di *performance* fra le imprese familiari e le altre tipologie d'azienda, la letteratura, nonostante i numerosi studi condotti, non è stata in grado di giungere a una risposta conclusiva e generalmente condivisa.

Le principali ricerche effettuate mostrano infatti differenti risultati, concludendo di volta in volta come la presenza della famiglia nella proprietà e nel *business* abbia un effetto positivo sulla strategia e i risultati d'impresa, o viceversa negativo, come si può osservare nella Tabella 1.7 sotto riportata.

---

<sup>55</sup> Vale lo stesso discorso anche per le grandi imprese familiari, che devono considerare "piccola" la propria situazione di partenza e continuare il proprio percorso di crescita e innovazione al fine di non farsi schiacciare dai giganti multinazionali.

<sup>56</sup> W. Buffet, M. Olson, *Berkshire Hathaway. Letter to Shareholders 1965-2013*, Explorist, New York, 2015.

Tabella 1.7 – I principali studi sul differenziale di *performance*  
fra imprese familiari e imprese non familiari

Citation	Definition of Family Firm	Performance Measures	Samples	Sample Criteria	Findings
Anderson and Reeb (2003)	Family firm criteria: (1) the family continues to have an equity ownership stake in firm; (2) family possesses board seats; (3) founding CEO is still the acting CEO or descendent of CEO is acting CEO.	1. Tobin's <i>q</i> . 2. Return on assets. 3. Return on equity.	403 firms taken from S&P 500. Firms from 1992–1999.	S&P 500 firms, excluding banks and public utilities.	Family firms have higher Tobin's <i>q</i> and return on assets.
Beehr, Drexler, and Faulkner (1997)	A family business is one in which the owner and at least one other family member work.	1. Conflict: work-family conflict/interpersonal conflict. 2. Expectations and advantages: family expectations/personal advantage. 3. Individual outcomes: job satisfaction/career satisfaction/psychological strain. 4. Organizational outcomes: organizational commitment/turnover intention. 5. Family outcome: family harmony.	45 businesses. (37 paired family and nonfamily in Maine; 4 family and 7 nonfamily in Michigan). Individual sample: 235.	Small family-owned establishments in Maine were matched with nonfamily-owned establishments (predominantly from the retail industry). Michigan businesses were selected from machining and light metal manufacturing industry.	Family firms generally perform better on the 5 performance dimensions.
Daily and Dollinger (1992)	If there were key managers related to the owner working in the business the firm is considered a family firm.	1. Size. 2. Growth. 3. Margins. 4. Perceived performance.	186 manufacturing firms.	Manufacturing firms maintaining no more than 500 employees with standard industrial classification (SIC) codes 20–39.	Family firms perform better along the several dimensions.
McConaughy, Matthews, and Fialko (2001)	Public corporations whose CEOs are either the founder or a member of the founder's family.	1. Efficiency. 2. Capital structure. 3. Value.	219 firms identified from "The BusinessWeek CEO 1000."	Firms with CEOs included in the article, "The BusinessWeek CEO 1000," who fit the criteria of being either the founder or a member of the founder's family.	Family firms perform better along the 3 dimensions.
Gallo, Tapias, and Cappuyns (2000)	Designation of family firm left to the judgment of the person answering the questionnaire.	Growth, debt, and other financial measures.	204 nonfamily businesses and 101 family businesses.	Spanish businesses that had sales of over 3 billion pesetas in 1995 and more than 150 employees.	Nonfamily firms had superior growth.

Citation	Definition of Family Firm	Performance Measures	Samples	Sample Criteria	Findings
Gomez-Mejia, Nunez-Nickel, and Gutierrez (2001)	Determined by the relationship between the owners, the CEO, and editor. The CEO had the last name of the owner(s) or in the case of the editor, family status was confirmed if the CEO and the editor had the same last name.	Newspaper circulation.	276 Spanish newspapers.	Spanish newspapers that existed between 1966–1993.	Nonfamily firms monitor CEOs better.
Villalonga and Amit (2004)	The founder or a member of his or her family by either blood or marriage is an officer, a director, or a stockholder.	Tobin's <i>q</i> .	Fortune 500 firms from 1994–2000.	Fortune 500 firms from 1994–2000.	Second-generation family leaders destroy firm value.
Chrisman, Chua, and Litz (2004)	Percentage of ownership, number of family members in management, and family successor chosen.	Sales growth.	1,141 firms.	These firms were selected from the Small Business Development Center program in the United States. Each firm had at least 5 or more hours of counseling assistance from the SBDC in 1998. They were also required to have at least 5 full-time employees.	Mixed: little difference between family and nonfamily firms.
Tanewski, Prajogo, and Sohal (2003)	Owners decide whether or not they are a family firm and these criteria must exist: 50% or more of ownership held by a single family; a single family group is effectively controlling and managing the business.	1. Product innovation. 2. Process innovation. 3. Structure. 4. Prospector strategy. 5. Leader strategy.	2,000 small and medium-sized family and nonfamily owned businesses in manufacturing and service industry sectors in Australia.	1,000 family-owned firms that had less than 100 employees (manufacturers) or less than 20 employees (service industries).	Mixed: family firms less innovative but have greater prospecting orientation.

Fonte: W.G. Dyer, *Examining the "Family Effect" on Firm Performance*, Family Business Review, 19(4), 2006.

Le differenti conclusioni dei *paper* riportati in tabella (e in generale dei numerosi studi condotti sull'argomento) sono riconducibili a diverse ragioni. Innanzitutto le ricerche si distinguono in base alla:

- definizione di "impresa familiare" utilizzata. Come ampiamente discusso nel paragrafo 1.2, l'assenza di una definizione generalmente accettata e condivisa rappresenta la maggiore causa di difficoltà nel condurre ricerche significative sulle *family firm*: il campione utilizzato quindi cambia non solo rispetto alla numerosità e alla composizione dello stesso, ma anche in base alle caratteristiche delle imprese considerate;
- tipologia di imprese familiari impiegata: in alcuni studi vengono ricomprese nel campione esclusivamente le *family firm* gestite dal fondatore, in altri anche quelle passate in eredità alle generazioni successive<sup>57</sup>;
- misura/e di *performance* adottata/e: rendimento delle attività (ROI), rendimento del capitale proprio (ROE), q di Tobin<sup>58</sup>.

Inoltre, come sottolineato da Dyer<sup>59</sup>, le indagini svolte spesso hanno fallito nella chiara individuazione e distinzione del c.d. "*family effect*" dalle altre variabili in grado di influenzare la *performance* di un'impresa.

Ad esempio, è possibile osservare una maggiore concentrazione di imprese a gestione familiare in determinati settori, a dimostrazione del fatto che tali industrie siano maggiormente attraenti per le imprese familiari. Appare allora sensato chiedersi se le differenze di *performance* fra *family* e *non-family firm* siano esclusivamente riconducibili alla proprietà e gestione familiare o, piuttosto, anche ai settori industriali in cui le imprese familiari operano.

In generale, le determinanti della *performance* di un'impresa sono:

- il settore industriale di appartenenza;
- la fase del ciclo di vita: Anderson e Reeb (2003) mostrano come il differente stadio di sviluppo dell'azienda è in grado di incidere fortemente sui risultati della stessa (c.d. "*firm effect*"). Considerato l'alto tasso di fallimento delle imprese familiari al momento della successione, crescente con l'aumentare delle generazioni, e la conseguente minore età media rispetto alle *non-family firm*, parte del differenziale di *performance* potrebbe essere a tale fattore ricondotta;
- la struttura proprietaria e la *governance* e la loro ripercussione sui conflitti e i costi d'agenzia: come visto in precedenza, la forte concentrazione proprietaria e la frequente coincidenza fra azionisti e *top manager* nelle imprese familiari è in grado di ridurre gli "*agency cost*" derivanti dal mancato allineamento d'interessi fra *principal* e *agent*, migliorando la *performance*<sup>60</sup>. Allo stesso tempo, i

---

<sup>57</sup> Si parla in proposito di "*selection bias*", vale a dire una distorsione statistica dovuta a un errore non casuale nella composizione del campione.

<sup>58</sup> La q di Tobin esprime il rapporto fra il valore di mercato dell'impresa con il prezzo di sostituzione dei beni facenti parte dell'Attivo: indica quindi se la società è sottovalutata o sopravvalutata.

<sup>59</sup> W.G. Dyer, *Examining the "Family Effect" on Firm Performance*, Family Business Review, 19(4), 2006.

<sup>60</sup> Si vedano ad esempio i pionieristici contributi di: M.C. Jensen, W.H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, Journal of Financial Economics, 3(4), 1976; R. Morck, A. Shleifer, R.W. Vishny, *Management Ownership and Market Valuation: an Empirical Analysis*, Journal of Financial Economics, 20(1), 1988.

potenziali conflitti che si possono generare fra i membri della famiglia, così come la capacità di quest'ultimi di estrarre benefici privati dall'azienda, possono essere alla base di costi non presenti nelle altre tipologie di imprese, distruggendo il vantaggio derivante dall'eliminazione degli "agency cost type P"<sup>61</sup>. Per di più la tendenza a individuare gli amministratori all'interno del nucleo familiare e a rinunciare alla presenza di *manager* esterni di professione può costituire uno svantaggio competitivo rispetto alle altre società non familiari. Tuttavia, l'effetto della professionalizzazione del *management* sulla *performance* è ambiguo a causa dei maggiori costi d'agenzia dovuti al monitoraggio. È importante quindi riuscire a comprendere quale sia l'effetto netto sulla redditività dell'impresa.

- l'influenza esercitata dal fondatore: diversi studi dimostrano come le imprese che vedono la presenza nella gestione del fondatore siano sistematicamente in grado di ottenere profitti superiori alle altre<sup>62</sup>: l'elevata redditività evidenziata nelle prime fasi di sviluppo delle *family firm* potrebbe allora essere attribuita quasi esclusivamente alla capacità imprenditoriale del fondatore e non alle caratteristiche intrinseche delle stesse (a discapito del "family effect");
- le sue caratteristiche specifiche, in termini di capitale umano, capitale sociale e capitale finanziario.

Ulteriore elemento di difficoltà nel valutare la maggiore e inferiore redditività delle *family firm* è costituito dal noto fatto che tali imprese perseguono obiettivi di lungo periodo, spesso confliggenti con strategie volte alla massimizzazione del valore nel breve termine, e dunque a discapito del livello dei risultati correnti.

La letteratura ha individuato nella teoria dell'Agenzia e nella maggiore o minore professionalizzazione del *management* i principali fattori in grado di spiegare il differenziale, positivo o negativo a seconda delle diverse ricerche, della *performance* delle imprese familiari.

Dyer<sup>63</sup>, sulla base di tali due dimensioni (costi d'agenzia e vantaggi/svantaggi derivanti dal coinvolgimento della famiglia nel *business*) ha individuato quattro differenti tipologie di *family firm*, come osservabile nella Figura 1.6, utili ai fini di una migliore comprensione dell'eterogeneità delle stesse e delle importanti differenze riscontrabili nel loro rendimento:

- impresa familiare "clan": gli interessi e gli obiettivi dei proprietari e dei *manager* coincidono (come conseguenza del fatto che i membri della famiglia ricoprono entrambi i ruoli). I costi d'agenzia sono quindi molto bassi o assenti. Inoltre la famiglia proprietaria cerca di soddisfare i propri bisogni tanto quanto quelli dell'azienda, anche attraverso l'utilizzo delle risorse private dei suoi membri nelle situazioni di difficoltà per l'impresa. La conduzione del *business* è affidata a familiari capaci ed esperti;

---

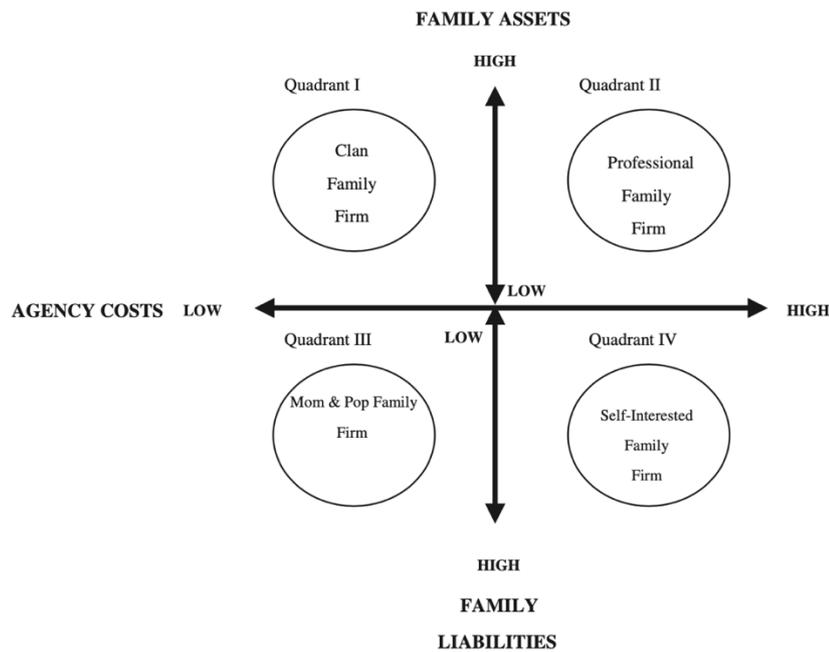
<sup>61</sup> Si veda ad esempio: L.R. Gomez-Mejia, M. Nunez-Nickel, I. Gutierrez, *The Role of Family Ties in Agency Contracts*, *Academy of Management Journal*, 44(1), 2001, R. Morck, B. Yeung, *Agency Problems in Large Family Business Groups*, *Entrepreneurship: Theory and Practice*, 27(4), 2003.

<sup>62</sup> D. Miller, I. Le Breton-Miller, R.H. Lester, A.A. Cannella, *Are Family Firms Really Superior Performers?*, *Journal of Corporate Finance*, 13(5), 2007.

<sup>63</sup> W.G. Dyer, *Examining the "Family Effect" on Firm Performance*, *Family Business Review*, 19(4), 2006.

- impresa familiare “manageriale”: la gestione è fortemente professionalizzata, attraverso l’inserimento di *manager* esterni nelle posizioni apicali. I costi d’agenzia sono elevati, in conseguenza della formalizzazione della struttura di governo dell’impresa e del tentativo di monitorare il comportamento degli amministratori; tuttavia vengono eliminati i tipici problemi delle *family firm* legati a fenomeni quali il nepotismo e il tentativo di estrazione di benefici privati da parte dei familiari, a vantaggio dell’efficienza aziendale;
- impresa familiare “di mamma e papà”: i costi d’agenzia sono molto contenuti ma la crescita e la *performance* sono indebolite dalla scarsa efficienza nella gestione da parte dei familiari (a causa del fenomeno del nepotismo, della ricerca di rendite, della scarsa preparazione e capacità dei *manager* interni);
- impresa familiare “egoistica”: i familiari antepongono il proprio personale interesse al benessere dell’azienda e spesso a quello degli altri membri della famiglia. L’assenza di un sistema di monitoraggio e di controllo efficiente permette ai familiari che ricoprono posizioni manageriali di adottare comportamenti opportunistici a danno dell’impresa e dello stesso nucleo familiare, generando forti conflitti al suo interno.

Figura 1.6 – Tipologie di imprese familiari



Fonte: W.G. Dyer, *Examining the “Family Effect” on Firm Performance*, Family Business Review, 19(4), 2006

*Ceteris paribus*, vale a dire assumendo costanti le altre determinanti della redditività di un'impresa (*i.e.* fase del ciclo di vita, settore di appartenenza, *eccetera*), appare chiaro come la tipologia di *family firm* che garantisce una migliore *performance* sia quella definita "clan". Allo stesso modo, quella che presenta i maggiori svantaggi, e dunque risultati peggiori rispetto a tutte le altre è l'impresa familiare "egoistica".

In generale, dall'analisi condotta si può quindi affermare che le imprese non familiari registreranno un *performance*:

- peggiore rispetto a quella delle "*clan family firm*", come conseguenza dei maggiori costi di controllo e monitoraggio e dell'assenza dei vantaggi tipici delle imprese familiari;
- peggiore rispetto a quella delle "*professional family firm*", con le quali condividono un simile ammontare dei costi d'agenzia ma da cui si differenziano non potendo contare sulle caratteristiche peculiari delle imprese familiari che contribuiscono al successo delle stesse (stretto legame con gli *stakeholder*, fiducia nei rapporti lavorativi, stretto controllo da parte dei familiari, *eccetera*);
- migliore rispetto a quella delle "*self-interested family firm*", che affrontano significativi costi d'agenzia e i principali svantaggi delle imprese familiari;
- peggiore o migliore rispetto a quella delle "*mom and pop family firm*", a seconda che i costi d'agenzia siano superiori o inferiori a quelli riconducibili all'inefficiente gestione da parte dei familiari.

Tali conclusioni forniscono una potenziale spiegazione ai contraddittori risultati osservati in letteratura: le evidenze ottenute da ciascuna ricerca devono essere infatti considerate e analizzate sulla base del campione di imprese familiari su cui fondano, avendo riguardo alla differente proporzione fra le varie tipologie di *family firm* di cui questo è composto. Dunque, piuttosto che interrogarsi sulla capacità delle imprese familiari di ottenere *performance* migliori rispetto alle *non-family firm*, sarebbe più utile chiedersi quali caratteristiche hanno quelle che vi riescono<sup>64</sup>.

Tenendo ben a mente queste considerazioni, concludiamo il paragrafo presentando uno dei più autorevoli e recenti studi condotti sul tema con riferimento al contesto italiano, tratto dalla XII edizione dell'Osservatorio AUB pubblicata a Gennaio 2021<sup>65</sup>, da cui risulta che:

- il tasso di crescita delle imprese familiari è stato leggermente superiore rispetto a quello delle altre tipologie d'azienda non familiari<sup>66</sup> nel decennio 2010-2020;

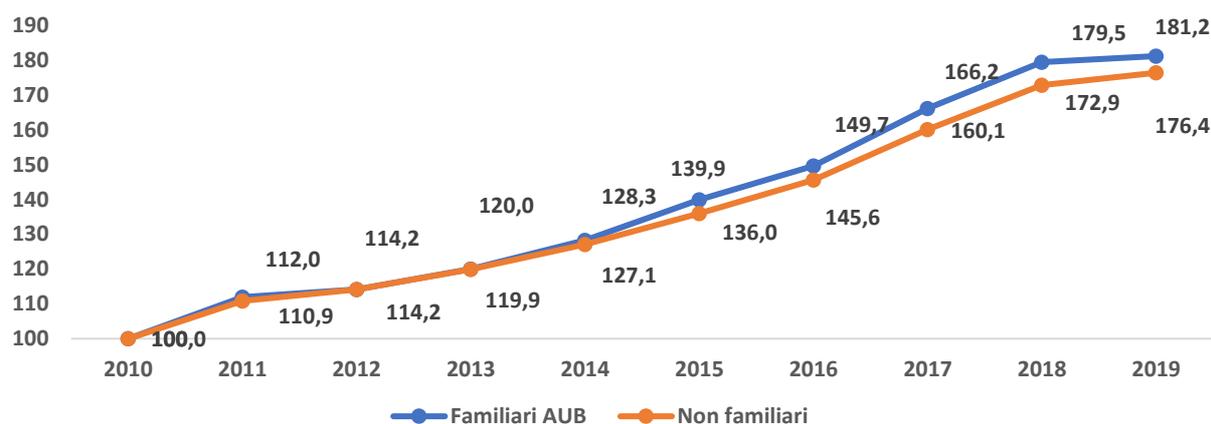
---

<sup>64</sup> W.G. Dyer, *Examining the "Family Effect" on Firm Performance*, Family Business Review, 19(4), 2006.

<sup>65</sup> XII Osservatorio AUB, *Le imprese familiari italiane di fronte alla pandemia Covid-19* (AIDAF, Unicredit, Bocconi), 2021. La popolazione di aziende italiane monitorata dall'Osservatorio AUB è costituita da 17.984 aziende con un fatturato superiore ai 20 milioni di euro, di cui 11.808 a controllo familiare (pari al 65,6%). Sono state considerate familiari le società controllate almeno al 50% da una o due famiglie (se non quotate) e almeno al 25% (se quotate).

<sup>66</sup> Vale a dire: imprese pubbliche (statali, regionali, municipali), imprese controllate da PE, filiali di imprese estere, coalizioni, cooperative e consorzi.

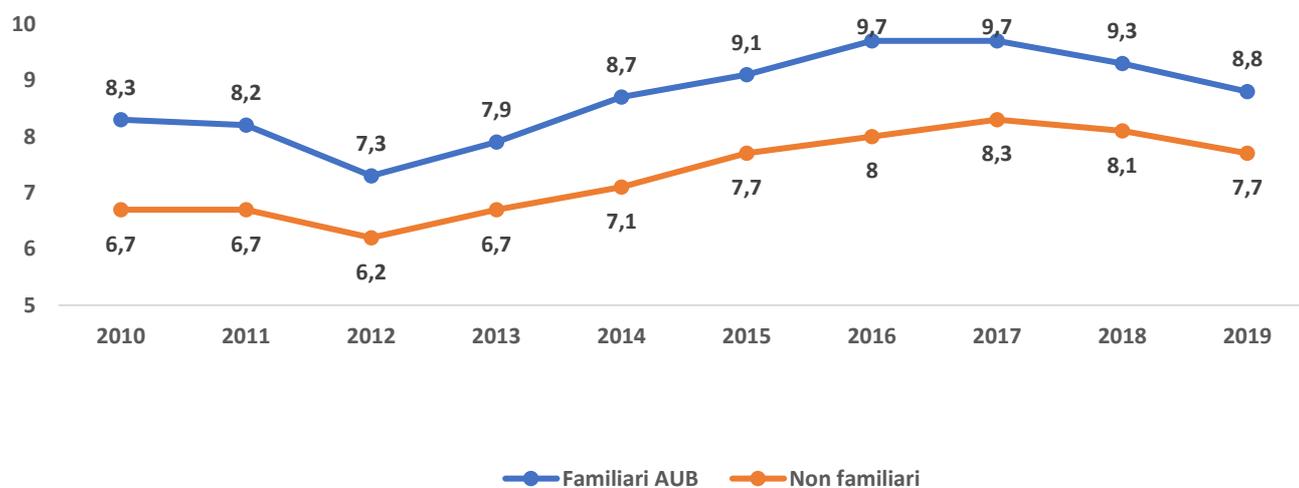
Figura 1.8 – Confronto del tasso di crescita cumulato



Fonte: XII Osservatorio AUB, *Le imprese familiari italiane di fronte alla pandemia Covid-19*, 2020

- il rendimento del capitale investito (ROI) delle imprese è stato sensibilmente superiore rispetto a quello delle altre tipologie d'azienda non familiare nel corso di tutto il decennio 2010-2020;

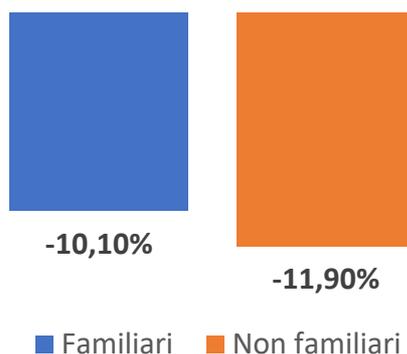
Figura 1.9 – Andamento temporale del ROI



Fonte: XII Osservatorio AUB, *Le imprese familiari italiane di fronte alla pandemia Covid-19*, 2020

- la performance azionaria delle società quotate familiari nel corso dell'anno 2020 è stata superiore del +22,3% rispetto a quella delle aziende non familiari;
- nel primo trimestre del 2020, rispetto al primo trimestre dell'anno precedente, le imprese familiari hanno subito un forte calo dei ricavi a causa della pandemia da Covid-19 (pari al -10,1%), comunque inferiore rispetto a quello registrato dalle aziende non familiari;

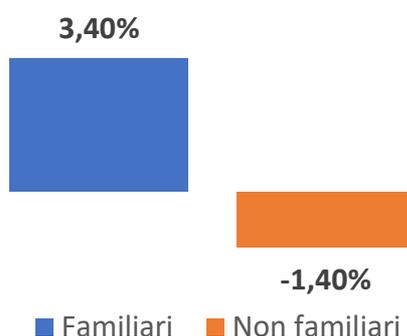
Figura 1.10 – Tasso di crescita dei ricavi



Fonte: XII Osservatorio AUB, *Le imprese familiari italiane di fronte alla pandemia Covid-19*, 2020

- nel primo trimestre del 2020, rispetto al primo trimestre dell'anno precedente, si è osservato un aumento dell'occupazione nelle imprese familiari pari al +4,3% a fronte di una riduzione del -1,4% nelle aziende non familiari.

Figura 1.11 – Tasso di crescita del numero dei dipendenti



Fonte: XII Osservatorio AUB, *Le imprese familiari italiane di fronte alla pandemia Covid-19*, 2020

#### 1.4 Il passaggio generazionale

Una delle caratteristiche fondamentali di un'impresa familiare, come ampiamente discusso sopra, è l'orientamento di lungo periodo, giustificato dalla volontà di mantenere la proprietà e il controllo dell'azienda all'interno della famiglia nel tempo e attraverso le generazioni. Le definizioni "medie" e "ristrette", secondo la classificazione di Shanker e Astrachan<sup>67</sup>, individuano come elementi essenziali al fine del riconoscimento di un'impresa come familiare proprio l'intenzione da parte del fondatore/imprenditore di tramandare l'azienda

<sup>67</sup> Shanker, M.C., Astrachan, J.H. (1996). *Myths and realities: Family businesses' contribution to the US economy. A framework for assessing family business statistics*. Family Business Review, 9(2), 107-123.

ai suoi eredi e la presenza di generazioni multiple nella gestione e/o nella proprietà<sup>68</sup>. Secondo Ward (1987), ad esempio, sono familiari “*quelle imprese la cui gestione e il cui controllo saranno tramandati alle generazioni successive della famiglia*”.

L’orientamento di lungo periodo è uno dei maggiori pregi delle imprese familiari, costituendo potenzialmente un rilevante vantaggio rispetto alle *public companies* e alla loro prospettiva di ottimizzazione del valore nel breve-medio termine.

La successione in un *family business* è tuttavia una delle maggiori sfide che l’impresa deve affrontare per la sua sopravvivenza<sup>69</sup>, “*momento cruciale nella vita di un’azienda, perché implica il trasferimento da una generazione all’altra di un vero e proprio patrimonio di know-how e competenze di gestione*”<sup>70</sup>. Il successo del passaggio generazionale è infatti uno dei tre principali obiettivi da perseguire al fine di garantire la continuità di un’impresa, insieme alla protezione del patrimonio sociale e all’adozione di una adeguata struttura di *governance*<sup>71</sup>.

Affinché una successione all’interno di un’impresa familiare possa dirsi riuscita con successo devono essere ottenuti contemporaneamente due differenti risultati:

1. il mantenimento del controllo e della proprietà nelle mani della famiglia;
2. il non pregiudizio all’integrità del patrimonio aziendale.

Le evidenze empiriche dimostrano come ancora oggi, e nonostante l’evoluzione della legislazione italiana su sollecitazione comunitaria, il passaggio generazionale sia piuttosto un’eccezione che la regola, rappresentando la maggiore causa di “prematura scomparsa” di molte imprese familiari, in Italia e in Europa.

Le ricerche dimostrano infatti come appena il 50% delle imprese familiari italiane sopravviva alla prima generazione e che solo il 10-15% passi alla terza<sup>72</sup>, confermando il vecchio adagio “*dalla tuta alla tuta in tre generazioni*”<sup>73</sup>.

Ulteriore spunto di riflessione sul problema in esame deriva dalla circostanza che al 2017 in Italia le aziende a conduzione familiare erano 748.000, e che solo il 57% di queste era già in attività 10 anni prima<sup>74</sup>.

---

<sup>68</sup> Tra gli altri, si considerino i contributi di Churchill & Hatten (1986), Beckhard & Burke (1987), Handler (1989), Chua (1999), Villalona & Amit (2006), Dyer et al. (2006).

<sup>69</sup> Il processo di successione è tanto più complicato quanto più forte risulta il c.d. fenomeno di “*deriva generazionale*”, ovvero quanto più grande è il numero degli eredi (che fisiologicamente aumenta proporzionalmente con il tempo quindi con il numero delle generazioni). Ciò come conseguenza del fatto che più sono gli eredi più sarà difficile che fra questi vi sia sintonia di obiettivi, comportamenti, visione strategica e che all’avanzare delle generazioni i rapporti intercorrenti fra i membri della famiglia imprenditoriale e i sentimenti di comunanza e reciproca fiducia andranno incontro a un inevitabile indebolimento, con conseguenze sull’intera cultura aziendale.

<sup>70</sup> L. Campagnoli, *Il passaggio generazionale nell’azienda di famiglia*, Lavoro e Previdenza, 2016.

<sup>71</sup> F. Corsico et al., *Il family business. Manuale di gestione delle imprese familiari*, Luiss University Press, Roma, 2020.

<sup>72</sup> Dati dell’analisi condotta da ASAM (Associazione Studi Aziendali e Manageriali dell’Università Cattolica) tramite il CERIF (Centro di Ricerca sulle Imprese di Famiglia).

<sup>73</sup> J.A. Shumpter, *L’impresa e la storia dell’impresa. Scritti 1927-1949*

<sup>74</sup> X Osservatorio AUB (AIDAF, Unicredit, Bocconi), *Dieci anni di capitalismo familiare*, 2017.

Lo storico dell'economia Landes, sulla base delle evidenze empiriche, ha definito "Sindrome dei Buddenbrook"<sup>75</sup> la "malattia" che affligge sistematicamente le dinastie imprenditoriali europee causandone spesso il fallimento nella terza generazione, e ne ha attribuito le maggiori responsabilità proprio ai membri dell'ultima generazione e al loro scarso spirito pratico: *"era il turno della terza generazione, dei figli dell'abbondanza annoiati dal tedio del commercio e pieni delle aspirazioni bucoliche del gentiluomo di campagna (...) Molti di loro si ritirarono e accelerarono la trasformazione delle loro imprese in società per azioni. Altri continuarono, occupandosi dell'impresa negli intervalli tra lunghi week-end che si concedevano, lavoravano per gioco e giocavano per mestiere. Alcuni di loro furono abbastanza avveduti da affidare la gestione a dei professionisti"*<sup>76</sup>.

Com'è noto, l'efficienza di un'impresa dipende dal funzionamento e quindi dal grado di concorrenza di tre mercati: il mercato del prodotto, il mercato dei fattori e il mercato della proprietà (e del controllo), che qui rileva.

Il mercato della proprietà opera attraverso la vendita e l'acquisto delle quote e/o delle azioni delle imprese, e del relativo controllo sulle stesse; svolge una funzione fondamentale in quanto idealmente garantisce che la gestione di un'impresa sia affidata ai soggetti che meglio soddisfano i requisiti necessari ad aumentare il valore della stessa.

Tuttavia, il mercato della proprietà non opera per le imprese familiari: il cambio del controllo aziendale avviene all'interno della famiglia proprietaria (attraverso il trasferimento diretto *inter vivos* o *mortis causa* dall'imprenditore ai suoi eredi), e quindi non è sottoposto al vaglio del mercato<sup>77</sup>. Il passaggio generazionale della proprietà e del controllo ha quindi effetti rilevanti e potenzialmente negativi sull'efficienza dell'impresa familiare: non vi è infatti alcuna garanzia che il controllo venga ceduto al/ai soggetto/i più adatto/i e che si basi su criteri meritocratici.

Dunque, il primo forte rischio del trasferimento intergenerazionale della proprietà di un'azienda, è il fatto che gli eredi dell'imprenditore non siano all'altezza del compito che viene loro affidato e che l'impresa venga affetta appunto dalla cd. "Sindrome dei Buddenbrook".

A conferma di quanto si viene dicendo, le evidenze empiriche dimostrano come, anche nelle imprese in cui il passaggio generazionale non comporta la cessazione dell'attività aziendale, la performance rimane pressochè costante nella seconda generazione, ma cala significativamente nella terza, come mostrato nella Tabella 1.8 sotto riportata. È necessario quindi rinnovare lo "spirito del fondatore" nelle generazioni successive: per essere

---

<sup>75</sup> Dal romanzo di Thomas Mann, *I Buddenbrook, decadenza di una famiglia*, 1901 (in realtà nel romanzo non è la terza, ma la quarta generazione responsabile della cessione della azienda di famiglia).

<sup>76</sup> D. Landes, *Prometeo liberato: trasformazioni tecnologiche e sviluppo industriale nell'Europa dal 1750 ai nostri giorni*, Einaudi, Torino, 1978.

<sup>77</sup> S. Trento, S. Vezzoso, *Evitare la "Sindrome dei Buddenbrook": le imprese italiane e il ricambio intergenerazionale*, Ricerche giuridiche Vol.2, Edizioni Ca'Foscari, Venezia, 2013.

in grado di “salire sulle spalle dei giganti” e gestire le aziende ereditate con successo bisogna sviluppare la *vis imprenditiva* alla base del successo di ogni attività imprenditoriale...

Tabella 1.8 – Differenziali di performance nelle diverse generazioni

Generazione	$\Delta$ ROI	$\Delta$ ROE	$\Delta$ Crescita
I Generazione	+0,6***	+2,1***	+1,5***
II Generazione	0,0	-0,4	0,0
III Generazione	-0,08***	-2,5***	-2,1***

Fonte: Il Osservatorio AUB 2010

A proposito John Maynard Keynes affermava che: *“il seme della decadenza intellettuale del capitalismo individualistico vada ricercato in un istituto che non è affatto caratteristico del capitalismo stesso, ma che è stato mutuato dal precedente sistema feudale, vale a dire il principio ereditario. Il principio ereditario nella trasmissione della ricchezza e del controllo d’impresa dà ragione della debolezza e della stupidità della direzione della causa capitalistica. In essa, infatti, predominano uomini di terza generazione. Nulla più dell’attaccamento al principio ereditario garantisce la decadenza di un’istituzione sociale. Una riprova di ciò è che la Chiesa, di gran lunga la più antica delle nostre istituzioni, si è sempre tenuta lontana da questo tarlo.”*<sup>78</sup>

Se effettivamente, come abbiamo sostenuto in precedenza rifacendoci al pensiero di Shumpter, l’*“essenza dell’imprenditore”* deriva dalle sue *“qualità rare”*, inconsuete, che gli permettono di assolvere la funzione di *“realizzare qualcosa di nuovo”*<sup>79</sup>, e se assumiamo che lo spirito imprenditoriale non sia una dote trasmissibile geneticamente o apprendibile, il principio ereditario alla base della successione nelle imprese familiari non è un metodo di trasmissione del controllo dell’impresa basato su criteri razionali né meritocratici e può appunto costituire esso stesso la maggiore causa del fallimento delle imprese di famiglia.

In realtà gli studi recenti sembrano esonerare i successori dalle maggiori responsabilità nel fallimento delle imprese ereditate: è spesso il fondatore/imprenditore a non affrontare per tempo il tema della successione aziendale e a non rinunciare al proprio ruolo all’interno dell’impresa anche quando l’età o le circostanze lo richiederebbero.

<sup>78</sup> J.M. Keynes, *The economic consequences of Mr Churchill*, 1925.

<sup>79</sup> J.A. Shumpter, *op.cit.*

Nel periodo compreso fra il 2001 e il 2014, solo il 2% delle *family business* con fatturato di almeno 1 milione di euro ha effettuato il passaggio generazionale<sup>80</sup>.

Inoltre, la tendenza a rimandare il passaggio generazionale nelle imprese familiari è confermata dai dati del XII Osservatorio AUB, secondo cui, in Italia:

- il 29% dei *leader* aziendali ha più di 70 anni;
- il 25% ha un'età compresa fra i 60 e i 69 anni;
- il 29% ha un'età compresa fra i 50 e i 59 anni;
- solo il 16% è di età inferiore ai 50 anni<sup>81</sup>.

Questi dati peraltro evidenziano come molte imprese italiane dovranno affrontare il tema della successione nei prossimi anni, rendendo ancora più rilevante e urgente la necessità di predisporre una programmazione accurata.

Secondo Neubauer e Lank (1998) alcune delle principali cause che portano le imprese familiari a non affrontare per tempo il tema della pianificazione della successione e a rimandarne volutamente il processo sono:

- la riluttanza da parte dell'imprenditore a lasciare la sua posizione all'interno dell'azienda;
- il desiderio da parte della famiglia di tenere sopiti i potenziali conflitti che si potrebbero scatenare a causa della competizione fra gli eredi che ambiscono a assumere il ruolo di *leader*<sup>82</sup>;
- l'incapacità di individuare soggetti interni o esterni all'impresa adatti;
- la paura di perdere un leader che ha contribuito ai successi dell'impresa e della famiglia;
- il timore che i rapporti con gli *stakeholder* (specialmente con i fornitori e i creditori) possano deteriorarsi, o comunque essere condizionati, a causa dell'aspettativa del cambiamento ai vertici dell'impresa.

In particolare, l'imprenditore spesso temporeggia e rimanda di proposito il proprio pensionamento perché<sup>83</sup>:

- vuole scongiurare il rischio di attriti tra i componenti della famiglia;
- non ritiene la propria discendenza in grado di gestire efficacemente l'impresa (escludendo a priori altre possibilità che possono rivelarsi ugualmente ottimali quali l'introduzione di manager esterni qualificati e con le competenze necessarie per il compito da affidare loro, e in *extrema ratio* la cessione dell'impresa);
- teme i potenziali successi della *NextGen* e il conseguente ridimensionamento dei propri;
- non concepisce la propria vita al di fuori dell'impresa nella quale si è sempre identificato;

---

<sup>80</sup> G. Corbetta, intervento all'incontro "Innovare la tradizione" al Meeting di Rimini, agosto 2017

<sup>81</sup> XII Osservatorio AUB, *Le imprese familiari italiane di fronte alla pandemia Covid-19* (AIDAF, Unicredit, Bocconi), gennaio 2021

<sup>82</sup> Secondo S. Trento e S. Vezzoso il rischio di frizioni fra gli eredi è tanto maggiore quanto più alta è la quota del patrimonio di famiglia investito nell'impresa.

<sup>83</sup> D. Voltattorni, B. Bertoldi, *Imprese familiari al passaggio dimensionale. La sfida oltre la successione in azienda*, Egea, Milano, 2019.

- si aspetta che il ritiro dall'attività lavorativa lo porti a perdere il riconoscimento sociale ottenuto e che abbia ripercussioni anche sulla sua autorità all'interno della famiglia.

L'azienda rappresenta per l'imprenditore, soprattutto se si tratta del fondatore, il frutto dei propri sforzi e sacrifici, il risultato del proprio genio, la dimostrazione "vivente" della propria realizzazione e dei propri successi professionali e umani, il mezzo che gli ha permesso di conquistare il suo *status* sociale e la ricchezza, non solo economica, sua e della propria famiglia: sintetizzando (in termini più generali), *"l'azienda rappresenta il luogo dove l'imprenditore manifesta il proprio bisogno di realizzazione, di potere e di controllo"*<sup>84</sup>. Non è difficile capire quindi cosa spinga gli imprenditori familiari a rimanere attaccati alla propria "creazione" lottando contro l'età e gli eventi.

Spesso inoltre l'attaccamento alla propria impresa e l'incapacità di separarsene riflette il desiderio di immortalità dell'imprenditore e la sua paura ad affrontare e accettare l'avvicinarsi di una vecchiaia improduttiva<sup>85</sup>.

La decisione volontaria e consapevole di non dare corso né pianificare il passaggio generazionale può essere a tutti gli effetti vista come la scelta di un' "eutanasia societaria" da parte dell'imprenditore, causa della scomparsa di moltissime imprese familiari: molto crude ma al tempo stesso efficaci appaiono in proposito le parole di Danco (1982), secondo cui *"questo disastro si verifica perché il proprietario dell'impresa non può affrontare il fatto che a un certo punto deve ... e sarà sostituito. Se il proprietario di un'attività di successo, che ha avuto la capacità, la visione e il coraggio per costruire la società dal nulla, non ha il coraggio di affrontare i problemi del futuro, allora [dovrebbe essere consapevole del fatto che, aggiungiamo noi] il suo banchiere e avvocato lo faranno per lui sulla via del ritorno dal suo funerale, quattro vetture indietro dai fiori"*<sup>86</sup>.

La centralità del ruolo dell'imprenditore e la sua importanza nel favorire il successo del processo di ricambio generazionale sono ovviamente tanto più forti quanto più piccola è l'impresa familiare, data la scarsità di risorse finanziarie disponibili e il più basso livello di strutturazione e organizzazione che la caratterizzano. Infatti, come abbiamo visto, un sistema basato sull'accentramento della maggior parte dei poteri o nelle mani di un'unica persona (il fondatore/imprenditore) è sostenibile solo nelle prime fasi di vita di un'impresa: la crescita dimensionale e organizzativa di un'azienda porta necessariamente a un certo grado di apertura della struttura gestionale e dei ruoli manageriali a professionisti esterni qualificati. La professionalizzazione delle imprese familiari permette ai successori dell'imprenditore e/o del fondatore di ereditare una realtà

---

<sup>84</sup> D. McClelland, *The Achieving Society*, 1961.

<sup>85</sup> E. Becker, *The Denial of Death*, Simon & Schuster, New York 1973

<sup>86</sup> L.A. Danco, *Inside the family business*, 1982.

maggiormente organizzata e il cui successo dipende in misura minore dalla propria capacità imprenditoriale (si pensi al caso di grandi gruppi familiari, ad esempio FCA, in cui la gestione è affidata quasi completamente a *manager* esterni, e il cui successo dipende in massima parte dal lavoro di un *CEO* non membro della famiglia).

In generale l'insuccesso del processo di successione e la conseguente cessazione anche traumatica dell'attività aziendale può essere ricondotta al mancato allineamento fra i tre principali attori coinvolti: imprenditore, successore e azienda<sup>87</sup>.

Il ricambio generazionale infatti è un processo complesso e in ogni caso, indipendentemente dalla sua riuscita, implica una profonda trasformazione per l'impresa coinvolta: è necessario infatti ripensare ed eventualmente rivoluzionare la struttura e la *governance* della stessa al fine di ottenere un'appropriata coerenza fra organizzazione passata e organizzazione futura, con implicazioni che possono influenzare anche significativamente la strategia e la visione aziendale<sup>88</sup>.

È possibile procedere a una classificazione delle successioni in base al diverso impatto prodotto nella strategia e nell'organizzazione aziendale, con differenti implicazioni sulla performance e sul livello di rischio dell'impresa<sup>89</sup>:

- successione conservativa: l'impresa è gestita nel solco della continuità rispetto al passato. Vengono apportati minimi cambiamenti sia rispetto alla strategia aziendale che all'organizzazione: rimangono pressoché inalterati obiettivi, Consiglio di Amministrazione, gerarchie aziendali, perimetro del business, servizi e prodotti offerti, mercati di sbocco. Il *successore conservativo* è profondamente legato al predecessore, che rimane "spiritualmente" il vero *leader* dell'impresa. Il vecchio *CEO* rimane infatti spesso un membro del Board influenzando e controllando l'attività del successore, fenomeno noto in letteratura come "*the founder's shadow*"<sup>90</sup>. Benché meno traumatica nel breve termine in quanto garantisce stabilità, la successione conservativa non garantisce lo sviluppo e la crescita dell'impresa attraverso lo sfruttamento le opportunità che si presentano sul mercato e le maggiori competenze della nuova generazione (c.d. *strategic hangover*<sup>91</sup>);
- successione vacillante: la strategia introdotta dal *successore indeciso* è incerta, non si basa su una chiara visione del business e su una linea di sviluppo determinata e coerente. Il successore è animato dalla volontà di rendersi indipendente rispetto alla gestione passata, ma non ha un'idea precisa di come farlo; il suo desiderio di rottura ed emancipazione lo porta a introdurre politiche di business di modesta

---

<sup>87</sup> F. Corsico et al., *Il family business. Manuale di gestione delle imprese familiari*, Luiss University Press, Roma, 2020.

<sup>88</sup> *Ibid.*

<sup>89</sup> *Ibid.*

<sup>90</sup> P.S. Davis, P.D. Harveston, *In the Founder's Shadow: Conflict in the Family Firm*, Family Business Review, 1999.

<sup>91</sup> L.C. Harris, E. Ogbonna, *Developing a Market Oriented Culture: a Critical Evaluation*, Journal of Management Studies, 36(2), 1996.

entità spesso in contraddizione con la strategia esistente ancora legata alle tradizioni del passato; non ha il coraggio imprenditoriale di sfruttare a pieno le opportunità che si manifestano a seguito del cambiamento dell'ambiente interno e/o esterno e che richiederebbero una significativa rottura rispetto al passato; anche quando intraprende iniziative sfidanti e potenzialmente virtuose le interrompe prima che se ne possano apprezzare gli effetti. L'organizzazione rimane inalterata, salvo l'introduzione di nuovi soggetti professionali che spesso non riescono a integrarsi con successo, aumentando il generale stato di confusione e disorientamento all'interno dell'impresa, fra il personale e il management;

- successione proattiva: il *successore ribelle*, benché anch'egli animato da un desiderio di indipendenza e rottura dei legami del passato, è in grado di cogliere e sfruttare le migliori condizioni che si presentano per l'impresa che gestisce; rinnova profondamente l'organizzazione in tutti i suoi aspetti, spesso introducendo nuove divisioni e *business unit*, al fine di renderla più adatta al mutato contesto competitivo e alla rinnovata strategia. Questo tipo di successione può risultare particolarmente efficace per imprese operanti in un contesto competitivo fortemente mutevole, dando avvio al processo di crescita; può viceversa rivelarsi devastante per aziende stabili e mature.

L'alto tasso di fallimento delle imprese familiari ha ripercussioni gravi non solo per tutti gli stakeholder delle aziende interessate, in particolare per i loro dipendenti, in termini sociali e occupazionali, ma può influenzare significativamente anche lo stato di salute generale dell'economia nazionale.

Quindi, sulla base della considerazione che *“ogni anno diverse migliaia di imprese sono obbligate a cessare la loro attività a causa di difficoltà insormontabili inerenti alla successione...”*, la Commissione Europea, con la Raccomandazione CE 7/12/94, ha invitato i Paesi Membri *“ad adottare le misure necessarie per facilitare la successione nelle piccole e medie imprese al fine di assicurare la sopravvivenza delle imprese e il mantenimento dei posti di lavoro”* e a *“incoraggiare l'imprenditore a prevedere, finché è in vita, il trasferimento a terzi quando la successione non può essere realizzata all'interno della famiglia”*.

Al fine di garantire la continuità dell'impresa a seguito del passaggio generazionale ed evitare la cessazione della sua attività sono percorribili diverse strade, ognuna potenzialmente ottimale a seconda delle differenti caratteristiche della singola azienda e del contesto in cui opera:

- 1) Cessione a terzi di tutta o parte della proprietà;
- 2) Apertura a soggetti esterni qualificati e professionali delle cariche manageriali;
- 3) Pianificazione della successione al fine di mantenere la proprietà e il controllo all'interno della famiglia.

Come abbiamo specificato sopra, solo la terza fattispecie è individuabile come *“successione generazionale”* vera e propria.

Se l'imprenditore diffida delle capacità manageriali della nuova generazione e non riesce a individuare all'interno del perimetro familiare un soggetto adatto ad assumere il ruolo di *leader*, così come se gli eredi non sono interessati a lavorare e a occuparsi dell'azienda, la vendita della stessa a terzi può risultare la decisione migliore al fine della salvaguardia dell'impresa, dei suoi lavoratori e di tutti i suoi *stakeholder* dalla decadenza e dal fallimento. La famiglia verrà ricompensata del valore dell'impresa ceduta e non correrà il rischio di tornare a indossare "la tuta"<sup>92</sup>.

La seconda opzione è mantenere la proprietà del capitale nelle mani della famiglia, ma cedere la gestione dell'impresa a amministratori esterni, attuando una separazione fra proprietà e controllo. Questa soluzione [è quella che] potenzialmente produce i maggiori vantaggi in termini di aumento dell'efficienza in quanto permette il passaggio da una "gestione familiare" ad una "gestione manageriale", ma genera al contempo anche dei costi, riconducibili alla necessità di operare un maggior controllo sui *manager* esterni, che potrebbero essere portati ad adottare comportamenti opportunistici.

In entrambe le opzioni descritte gli eredi sono ricompensati attraverso un capitale (pari al valore a cui è stata ceduta l'impresa, in un caso, e al flusso di dividendi, nell'altro), ma non sono coinvolti nella gestione.

Nel caso in cui invece l'imprenditore e gli eredi desiderino mantenere la proprietà e il controllo all'interno della famiglia, è fondamentale procedere a una pianificazione puntuale e tempestiva. In caso contrario infatti, come abbiamo ampiamente discusso, si rischia di dar vita a un processo disordinato e caotico che può condurre al trasferimento anche traumatico dell'impresa a terzi.

Una pianificazione di successo si basa sull'allineamento e la convergenza delle prospettive delle tre figure centrali coinvolte<sup>93</sup>:

- l'imprenditore;
- il successore (uno o più);
- l'azienda.

L'imprenditore dà l'avvio al processo. I ruoli da lui ricoperti e la profondità del suo potere all'interno del contesto aziendale variano a seconda dello stadio evolutivo dell'impresa e delle dimensioni della stessa. Infatti al crescere della complessità aziendale l'imprenditore rinuncia progressivamente ad alcune delle sue prerogative (quali titolarità, controllo, gestione, expertise, visibilità) affidandole ad altri soggetti, interni, e soprattutto esterni, alla famiglia. L'imprenditore deve quindi decidere a quali ruoli rinunciare in favore del successore e quali viceversa intende mantenere. È inoltre importante che l'imprenditore si faccia affiancare da un *team* di esperti, ad esempio riferendosi a società di consulenza, che lo supporti nel corso dell'intero processo di pianificazione.

---

<sup>92</sup> J.A. Shumpter, *op.cit.*

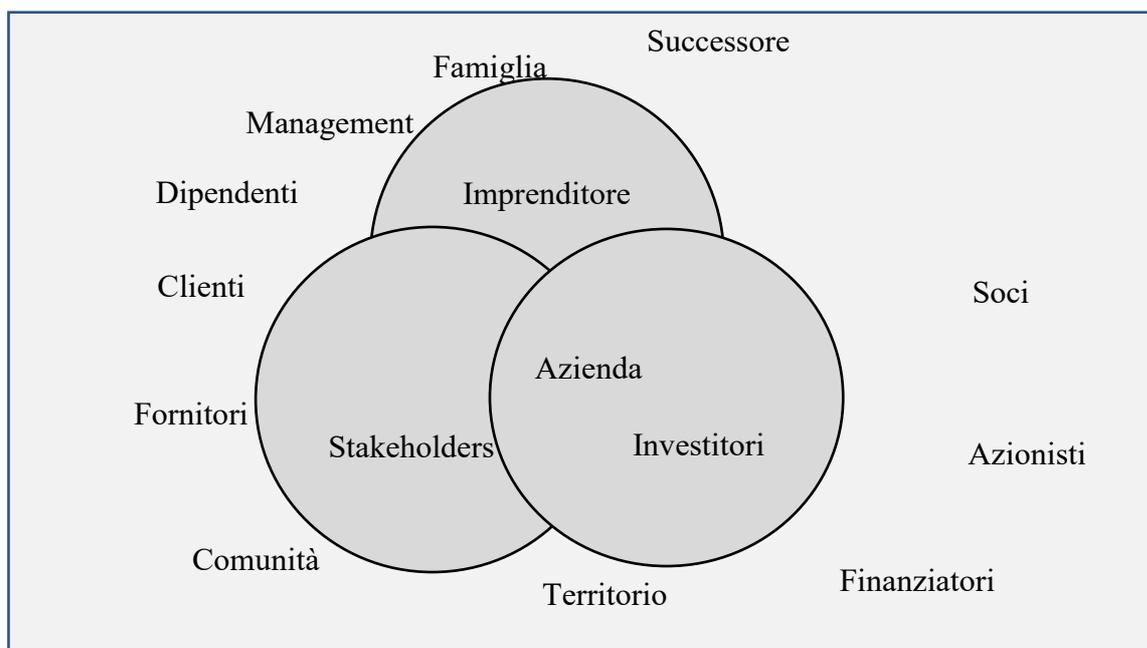
<sup>93</sup> F. Corsico et al., *op.cit.*

Anche il successore deve avere ben chiare quali siano le sue aspettative (in merito ad esempio al ruolo che intenderà ricoprire e all'indipendenza e autonomia dalla gestione passata) e le sue motivazioni, nella prospettiva di un giusto *trade-off* fra rischi e oneri da assumere e ritorno atteso in termini economici e sociali/reputazionali.

La coerenza fra le aspettative e le motivazioni dell'imprenditore e del successore andrà affiancata dall'adeguatezza del profilo del successore al contesto attuale e futuro nel quale andrà a operare.

Di fondamentale importanza al fine del successo del passaggio generazionale è inoltre il consenso dell'impresa tutta verso i cambiamenti implicati, quindi nei confronti del successore che è stato individuato e della nuova realtà, in termini di *governance*, struttura organizzativa e processo decisionale, che si andrà delineando. Infatti, come sarà ormai chiaro, il trasferimento intergenerazionale del controllo e la relativa programmazione coinvolge un gran numero di individui e ha impatti significativi sull'intera impresa e su tutti i suoi *stakeholder*.

Figura 1.12 – Network di stakeholder nel passaggio generazionale



Fonte: F. Corsico et al., *op.cit.*

È inoltre fondamentale definire con chiarezza i tempi previsti per il completamento del processo, comunicare a tutti i livelli dell'organizzazione il piano che si intende adottare, e creare un piano abbastanza elastico da permetterne una pronta e agile modifica qualora il mutare del contesto e delle condizioni lo richiedano.

Possiamo elencare le diverse fasi in cui si articola il processo come segue<sup>94</sup>:

<sup>94</sup> *Ibid.*

- elaborazione: l'imprenditore prende consapevolezza della necessità di programmare la sua successione e garantire all'azienda e alla sua famiglia prosperità anche dopo il suo pensionamento e la sua morte;
- decisione: supportato da un *team* di esperti l'imprenditore decide di dar vita a una pianificazione del processo di successione e si interroga sulla configurazione che dovrà assumere l'impresa, sul/sui successore/i più adatto/i, sul ruolo e le competenze che intende mantenere;
- pianificazione: viene definito il percorso e il processo in termini di tempi, fasi di transizione, comunicazione dello stesso;
- predisposizione dell'azienda: si considera l'eventuale necessità di mutamenti dell'impresa sotto il profilo dell'assetto finanziario e proprietario, della struttura organizzativa e di *governance*, dei processi di gestione e della strategia adottata;
- predisposizione del successore: viene individuato il successore, si valutano le sue competenze e attitudini, si definisce il percorso necessario al suo inserimento nell'impresa e alla sua crescita professionale;
- monitoraggio: viene controllato il rispetto del programma con riguardo ai tempi e ai costi indicati e si valuta la necessità di apportarvi delle modifiche.

Come abbiamo sinteticamente indicato sopra, inoltre, l'evoluzione della legislazione italiana nel corso degli ultimi decenni del secolo scorso ha portato all'introduzione di due strumenti giuridici volti a facilitare il processo di successione e a promuovere una transizione efficace dell'esercizio del potere gestionale all'interno delle imprese familiari: il "*trust*" e il "patto di famiglia".

Il *trust* è stato introdotto in Italia attraverso la legge n.364/1989 di ratifica della Convenzione adottata il 1 luglio 1985 a L'Aja<sup>95</sup>. Nasce come istituto giuridico presente nelle legislazioni dei paesi di *Common Law* e consente al disponente (ovvero colui che istituisce il *trust* e ne stabilisce le regole nell'atto istitutivo, il *trust deed*<sup>96</sup>) di intestare beni mobili e/o immobili a un amministratore "fiduciario" (il *trustee*) nell'interesse dei beneficiari o per uno scopo determinato. Va sottolineato che il patrimonio in cui confluiscono i beni (il *trust fund*) è distinto dal patrimonio personale del *trustee*, come da quello del costituente e dei beneficiari. Il *trustee*, secondo l'articolo 2 della Convenzione, "*è investito del potere e onerato dell'obbligo, di cui deve rendere conto, di amministrare, gestire o disporre dei beni secondo i termini del trust e le norme particolari impostegli dalla legge*".

---

<sup>95</sup> Convenzione 1 Luglio 1985 "Convenzione relativa alla legge sui trusts e al loro riconoscimento".

<sup>96</sup> Le disposizioni contenute nel *trust deed* possono essere aggiornate o modificate dal disponente attraverso le cd. "*letter of wishes*".

I beneficiari non possono disporre dei beni conferiti prima del verificarsi delle condizioni espresse nel *trust deed*. Inoltre la dottrina è pressoché unanimemente concorde nel ritenere illegittima nell'ordinamento italiano la possibilità di istituire, attraverso esplicita previsione del disponente nell'atto istitutivo, un *trust* revocabile<sup>97</sup>. Il *trust* quindi, attraverso la segregazione del patrimonio familiare e l'individuazione di un fiduciario, titolare di un potere di gestione discrezionale e irrevocabile<sup>98</sup>, permette all'imprenditore di anticipare di fatto il passaggio generazionale, regolando i rapporti fra i suoi eredi e di scegliere il suo successore, interno o esterno alla famiglia<sup>99</sup>.

L'alto tasso di fallimento delle imprese familiari determina gravi ripercussioni non solo per tutti gli stakeholder delle aziende interessate, compresi i loro dipendenti, bensì anche in termini sociali e occupazionali influenzando le condizioni generali dell'economia nazionale.

Quindi, sulla base della considerazione che *“ogni anno diverse migliaia di imprese sono obbligate a cessare la loro attività a causa di difficoltà insormontabili inerenti alla successione...”*, la Commissione Europea, con la Raccomandazione CE 7/12/94, ha invitato i Paesi Membri *“ad adottare le misure necessarie per facilitare la successione nelle piccole e medie imprese al fine di assicurare la sopravvivenza delle imprese e il mantenimento dei posti di lavoro”* e a *“incoraggiare l'imprenditore a prevedere, finché è in vita, il trasferimento a terzi quando la successione non può essere realizzata all'interno della famiglia”*.

Il recepimento della Raccomandazione CE 7/12/94 [sopra ricordata] [in esame] ha portato all'introduzione nell'ordinamento italiano del cd. *“patto di famiglia”*<sup>100</sup>, unica deroga al generale divieto di patti successori<sup>101</sup>. L'art. 768-bis c.c. definisce il patto di famiglia come quel *“contratto con cui (...) l'imprenditore trasferisce, in tutto o in parte, l'azienda, e il titolare di partecipazioni societarie trasferisce, in tutto o in parte, le proprie quote, ad uno o più discendenti”*. I discendenti individuati come successori dell'attività d'impresa dovranno a loro volta liquidare, in modo definitivo e contestualmente alla stipula del suddetto contratto, i parenti legittimari se in quel momento si aprisse la successione, con una somma pari al valore delle quote loro spettanti. Il patto di famiglia deve essere stipulato con atto pubblico a pena di nullità<sup>102</sup> e prevede il requisito dell'unanimità dei consensi dei futuri legittimari<sup>103</sup>.

---

<sup>97</sup> Cfr. A. Gambero, A. Giardina, G. Ponzanelli, Convenzione relativa alla legge sui trusts ed al loro riconoscimento, Nuove Leggi 1993; Circolare Agenzia delle Entrate 48/E 6 Agosto 2007.

<sup>98</sup> L'atto istitutivo del *trust* può anche indicare un *protector* (o “guardiano”), responsabile di vigilare e monitorare il comportamento del *trustee* e verificare il rispetto da parte di quest'ultimo di quanto stabilito nel *trust deed* da parte del disponente.

<sup>99</sup> Rimangono ferme anche rispetto al *trust* le disposizioni in tema di legittima e la possibilità da parte dei legittimari di esperire, se necessario, l'azione di riduzione.

<sup>100</sup> Legge n. 55/2006 di modifica del Titolo IV del Libro II del Codice Civile (*“Delle successioni”*), con l'introduzione del nuovo Capo V-bis (*“Del patto di famiglia”*) artt. da 768-bis a 768-octies.

<sup>101</sup> Secondo l'art. 458 c.c. *“... è nulla ogni convenzione con cui taluno dispone della propria successione [divieto dei patti istitutivi, N.d.A.]. È del pari nullo ogni atto col quale taluno dispone dei diritti che gli possono spettare su una successione non ancora aperta [divieto dei patti dispositivi, N.d.A.], o rinuncia ai medesimi [divieto dei patti rinunziativi, N.d.A.]”*.

<sup>102</sup> Cfr. art. 768-ter c.c.

<sup>103</sup> Cfr. art. 768-quater c.c.

Il patto di famiglia risponde a una duplice esigenza. Da un lato permette di salvaguardare il patrimonio familiare attraverso l'ampia discrezionalità esercitabile da parte dell'imprenditore nell'individuare, nel rispetto del principio meritocratico, gli eredi dotati di maggiore motivazione e capacità imprenditoriali.

In secondo luogo consente di giungere a un accordo patrimoniale soddisfacente (idoneo a evitare potenziali conflitti fra gli eredi al momento della successione) e rispettoso delle norme in tema di quote di legittima<sup>104</sup>.

Attraverso operazioni di “*family buy-out*”, inoltre, si può sopperire al problema relativo alla difficoltà di trovare le risorse finanziarie necessarie alla liquidazione degli eredi non assegnatari<sup>105</sup>.

L'ampio diritto di recesso, previsto dal legislatore<sup>106</sup>, concesso ai partecipanti al contratto indebolisce tuttavia fortemente l'utilità dello strumento, rischiando di compromettere la stabilità richiesta al fine di giungere a un passaggio generazionale ordinato e di successo<sup>107</sup>.

### 1.5. La sfida del passaggio dimensionale

“*La lezione di tutto è crescere o sparire. Tu sei stato capace di trovare occasioni di crescita in ogni situazione*”<sup>108</sup>. Così scriveva Edoardo Garrone, presidente di ERG S.p.a., in una lettera al padre Riccardo, presidente del gruppo per oltre quarant'anni, fino al 2003.

“Crescere o sparire”. È questa la vera sfida che devono affrontare tutte le imprese, e in particolare quelle familiari, al fine non solo di sopravvivere ma anche di prosperare nel lungo periodo (e attraverso le generazioni), imponendosi come modello di successo e punto di riferimento per le altre aziende: *tertium non datur*.

Come visto nel precedente paragrafo, la letteratura e gli studi si sono concentrati quasi esclusivamente sul tema della continuità generazionale al vertice delle imprese familiari piuttosto che su quello della grandezza aziendale e della crescita<sup>109</sup>. Tuttavia, considerate le due principali tendenze che da anni stanno scuotendo i mercati internazionali, ovvero:

- la sempre più accesa competizione scaturente sia da *competitors* tradizionali, che da aziende operanti in mercati distanti, concettualmente e geograficamente, da quello dell'impresa (c.d. “appiattimento” dell'economia);
- il processo di concentrazione generalizzata di diversi settori in un'unica realtà aziendale sempre più grande ed efficiente (si pensi ad Amazon),

è diventata altrettanto indispensabile, accanto a un'accurata pianificazione del passaggio generazionale, la capacità delle imprese familiari, solitamente sfavorite nell'agone competitivo globale a causa della loro ridotta

---

<sup>104</sup> S. Trento, S. Vezzoso, *op.cit.*

<sup>105</sup> F. Corsico et al., *op.cit.*

<sup>106</sup> Cfr. art. 768-*septies*, n.2)

<sup>107</sup> S. Trento, S. Vezzoso, *op.cit.*

<sup>108</sup> G. Cuneo (a cura di), *Lettere dal futuro. Generazioni di imprenditori si raccontano*, Egea, Milano, 2016.

<sup>109</sup> D. Voltattorni, B. Bertoldi, *Imprese familiari al passaggio dimensionale. La sfida oltre la successione in azienda*, Egea, Milano, 2019.

dimensione, di crescere al fine di attrarre maggiori talenti, migliorare il proprio potere contrattuale con i fornitori, accedere ai finanziamenti con condizioni più favorevoli.

Nonostante la modesta dimensione di un'impresa possa aver costituito in passato un importante vantaggio in termini di flessibilità e quindi di capacità e velocità di adattamento rispetto alle grandi imprese (da cui il vecchio adagio “piccolo è bello”), oggi la globalizzazione dei mercati e dei *competitors* richiede una dimensione adeguata per non venire schiacciati dai giganti multinazionali e poter continuare a operare con successo (“piccolo è bello ma anche molto pericoloso!”<sup>110</sup>).

Un'ulteriore dimostrazione dell'importanza di poter contare su una dimensione aziendale rilevante ci è stata fornita negli scorsi mesi dall'emergenza legata alla pandemia di Covid-19, con gli investimenti che si sono resi necessari per la predisposizione di un'adeguata infrastruttura di *smart working*, che ha garantito la continuità dell'attività aziendale anche da remoto, e per l'adeguamento ai protocolli relativi ai nuovi standard di sicurezza richiesti sul luogo di lavoro per la tutela dei dipendenti e dei clienti.

Fatta questa doverosa premessa, quello italiano è notoriamente un sistema economico caratterizzato dalla prevalenza della piccola e piccolissima impresa: nel 2017 le microimprese (quelle con una dimensione inferiore ai 10 addetti) rappresentavano il 95% delle imprese presenti sul territorio, impiegando il 44,5% dei lavoratori totali, ma producendo solo il 29% del valore aggiunto complessivo<sup>111</sup>. Le grandi imprese (con più di 250 dipendenti) erano solo lo 0,1% del totale, assorbivano il 21% dell'occupazione, producendo ben il 32% del valore aggiunto.

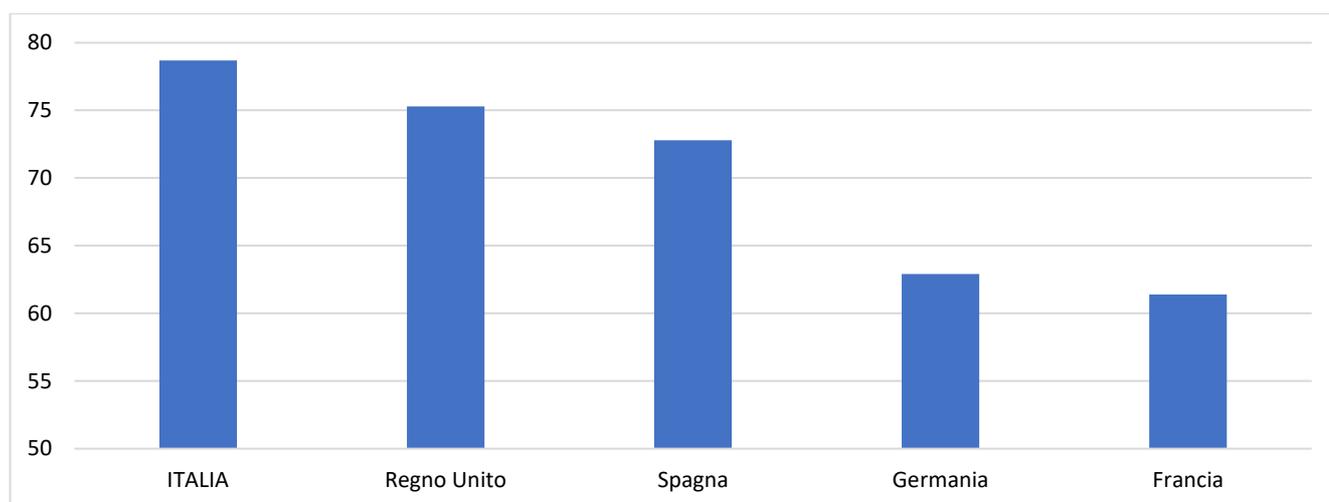
Peculiarità, questa, tutta italiana: nel nostro paese il 78,7% degli addetti delle imprese è occupato nelle PMI, a fronte di una media dei paesi dell'UE pari al 69,4% (si veda la figura 1.13).

---

<sup>110</sup> *Ibid.*

<sup>111</sup> Dati Istat 2017: <https://www.istat.it/it/files/2019/12/C14.pdf>.

Figura 1.13 – Peso occupazione in Piccole e Medie imprese con meno di 250 addetti  
nei principali Paesi UE 2015



Fonte: Elaborazione ufficio studi Confartigianato su dati Eurostat

Inoltre, le imprese italiane non solo hanno una dimensione mediamente inferiore rispetto a quelle delle altre economie avanzate, ma tendono anche a restare piccole nel tempo: non crescono<sup>112</sup>.

La modesta dimensione media e i bassi tassi di crescita delle imprese sono fra i maggiori responsabili della fragilità del nostro sistema economico: le imprese piccole non investono o investono meno in ricerca e sviluppo, non sono in grado di innovare prodotti e/o processi, esportano meno, hanno una produttività inferiore rispetto ai concorrenti esteri, dai quali nel lungo periodo rischiano di venire rimpiazzate. Un sistema costellato di piccole e medie imprese dipende dalla tecnologia importata, non essendo in grado di effettuare gli investimenti necessari a produrre le innovazioni tecnologiche richieste per poter competere nei mercati internazionali.

Inoltre le modeste dimensioni e i mancati investimenti in innovazione indeboliscono la capacità dell'impresa di attrarre nuovi talenti: la scarsa vivacità dell'ambiente lavorativo e una retribuzione media più bassa (le grandi imprese offrono in media stipendi superiori del 27% rispetto a quelli delle microimprese<sup>113</sup>) portano i giovani a cercare lavoro altrove. Fra il 2008 e il 2015 circa 260.000 italiani di età compresa fra i 15 e i 39 anni sono emigrati trasferendo la loro residenza all'estero: l'investimento in capitale umano andato perduto può essere stimato pari a 42,8 miliardi di euro, a cui va aggiunta la perdita relativa alle spese sostenute dallo Stato per l'istruzione di tali giovani<sup>114</sup>. *“L'esportazione del capitale intellettuale, oltre a essere una perdita di*

<sup>112</sup> S. Trento, S. Vezzoso, *op.cit.*

<sup>113</sup> <https://www.infodata.ilsole24ore.com/2020/01/12/la-disuguaglianza-degli-stipendi-ai-raggi-x/>

<sup>114</sup> Centro Studi Confindustria, *Le sfide della politica economica*, 2017, p.27. La stima è effettuata calcolando una spesa pari a 165.000 euro per il mantenimento di un figlio fino ai 25 anni. Va sottolineato inoltre come nel periodo indicato la disoccupazione degli under 40 sia passata dal 9,8% al 18,9%.

*persone e denaro speso per crescerle e formarle, abbassa il potenziale innovativo del paese, che nel lungo periodo è il motore della produttività”*<sup>115</sup>.

Infine, se un’impresa, indipendentemente dalla sua situazione di partenza, non cresce, avrà difficoltà ad attrarre investimenti sul mercato finanziario, risultando maggiormente dipendente dal canale bancario, con i rischi e i costi che un eccessivo indebitamento possono causare.

Non stupisce di certo il fatto che la stragrande maggioranza delle aziende di piccole e medie dimensioni siano imprese a controllo familiare<sup>116</sup>, dove prevale “(...) *l’ostinazione a far sopravvivere l’impresa nella sua forma originaria, impedendone l’evoluzione, anche quando non risulti più vantaggioso*”<sup>117</sup>.

Alcune delle cause che possono spiegare la difficoltà di crescita per le *family business* sono:

- la resistenza al cambiamento da parte del *leader*/fondatore e la mancanza di flessibilità nella gestione strategica. La c.d. strategia *defender* (Miles & Snow, 1978) mira a mantenere lo *status quo* attraverso il mantenimento del vantaggio competitivo raggiunto e diffidando da potenziali opportunità di crescita che implicino un cambiamento sostanziale rispetto alle attività correnti<sup>118</sup>;
- la presenza di eredi non all’altezza del ruolo che ricoprono all’interno dell’azienda, refrattari al cambiamento e con una forte avversione al rischio, riconducibile anche all’agiatezza propria e della propria famiglia e dunque all’assenza di incentivi a migliorare la propria condizione;
- i rapporti di lunga data con i fornitori e l’attaccamento anche affettivo ai propri dipendenti. Le strette relazioni con i propri *stakeholder*, punto di forza delle imprese familiari, può tradursi anche in uno svantaggio e in uno ostacolo alla crescita, in quanto un eccessivo irrigidimento delle politiche del personale e dei fornitori riduce la flessibilità necessaria a repentini cambiamenti nel caso in cui le mutate condizioni del mercato lo richiedano<sup>119</sup>;
- la necessità di soddisfare contemporaneamente un duplice obiettivo: la massimizzazione del valore dell’impresa e il soddisfacimento delle aspettative della famiglia imprenditoriale in termini di distribuzione e stabilità della ricchezza. Il primo obiettivo è perseguibile attraverso l’autofinanziamento dell’impresa necessario ad intraprendere gli investimenti fondamentali al suo sviluppo e alla sua crescita; il secondo tramite la redistribuzione degli utili prodotti ai soci. È chiaro come in un’impresa familiare con *leadership*

---

<sup>115</sup> *Ibid.*

<sup>116</sup> Se è vero che le imprese di modesta dimensione sono in maggioranza imprese familiari, non è altrettanto vero che fra le grandi imprese quelle familiari rappresentino una minoranza se non addirittura un’eccezione. Basti pensare che, secondo la Consob, più del 60% delle imprese a Piazza Affari (quotate sul comparto Euronext Milan, già MTA) ha come primo azionista una famiglia, oppure che, nel 2021, delle 26 nuove quotazioni sullo stesso comparto borsistico, 20 hanno interessato aziende familiari (il 76,9% del totale).

<sup>117</sup> A. Giunta, S. Rossi, *Che cosa sa fare l’Italia. La nostra economia dopo la grande crisi*, Il Mulino, Bologna, 2017.

<sup>118</sup> Riprendendo la teoria della SEW introdotta in precedenza, secondo Berrone *et al.* (2010) “*la protezione della dote/patrimonio*” della famiglia (autorità illimitata sull’impresa, influenza sulle sue scelte strategiche, identificazione famiglia-business) “*rappresenta essa stessa un fine ultimo dell’impresa*”. La SEW Theory contribuisce pertanto a spiegare alcune delle ragioni alla base del conservatorismo che talvolta caratterizza i processi decisionali di un’impresa familiare e la sua resistenza alla crescita e all’espansione (soprattutto se attraverso processi di diversificazione e/o internazionalizzazione).

<sup>119</sup> D. Voltattorni, B. Bertoldi, *op.cit.*

avversa al rischio le istanze della famiglia possano prevalere sulla necessità di massimizzare il valore aziendale, a discapito dunque dell'autofinanziamento.

Come visto con riferimento al problema della successione ai vertici aziendali, anche rispetto al tema in esame, il mezzo più opportuno al fine di garantire all'impresa una crescita costante e sostenibile è quello di definire una strategia chiara, condivisa e realizzabile.

La strategia adottata, per essere efficace, deve essere innanzitutto condivisa dall'intero sistema aziendale, in particolare dal *management* e dalla famiglia proprietaria, e non può prescindere da una certa dose di quel "coraggio" imprenditoriale che è la vera essenza dell'attività d'impresa e motore della sua crescita e del suo successo<sup>120</sup>. Il passaggio dimensionale, infatti, non avviene senza sofferenza, tensione e cambiamento, e per decidere di intraprenderlo ci vuole coraggio e piena consapevolezza a tutti i livelli aziendali<sup>121</sup>. Appare dunque fondamentale formulare una *vision* e una *mission* chiare, da cui dipende il sistema valoriale dell'impresa, a cui fare costante riferimento nella definizione delle scelte strategiche e delle attività operative. Deve essere poi esplicitato il *livello di ambizione* dell'azienda, da cui risulta la sua propensione al rischio, la prioritizzazione dei suoi obiettivi e dunque i livelli di performance che intende raggiungere. Attraverso la *vision*, la *mission*, e il livello d'ambizione è dunque possibile incentivare l'allineamento fra i desideri e gli obiettivi della famiglia proprietaria e quelli di tutti i lavoratori dell'impresa.

Per intraprendere una strategia di crescita, condizione necessaria risulta inoltre un'approfondita conoscenza della situazione di partenza dell'impresa, dunque del suo posizionamento competitivo, dei suoi punti di forza e di debolezza, delle dinamiche concorrenziali che caratterizzano il settore industriale in cui opera (*SWOT analysis*). Sulla base di queste considerazioni può risultare utile sviluppare un'analisi prospettica dell'evoluzione dell'impresa nel caso in cui questa non intraprenda alcuna iniziativa volta a tentarne la crescita. Partendo quindi dal caso-base (ipotesi di crescita inerziale) si individuano le potenziali iniziative strategiche adottabili, si studia l'evoluzione attesa dell'azienda in conseguenza di ciascuna ipotesi, anche attraverso il calcolo di *KPIs* (*Key Performance Indicators*) prospettici, e sulla base dei risultati si procede alla scelta delle linee di condotta da adottare ritenute maggiormente efficaci ai fini della crescita dell'impresa (*core challenges*). Altrettanto importante ai fini del successo della strategia pianificata risulterà poi una sua esecuzione puntuale e coerente.

Tradizionalmente, le imprese italiane, soprattutto se familiari e di modeste dimensioni, per finanziare i propri investimenti fanno quasi esclusivamente ricorso all'autofinanziamento e al canale bancario. A seguito della crisi derivante dalla pandemia da *Covid-19* si è assistito tuttavia, come prevedibile, a una marcata riduzione dell'attivo come fonte di finanziamento (a causa del drastico calo di fatturato e della conseguente crisi di

---

<sup>120</sup> J.A. Shumpter, *op.cit.*

<sup>121</sup> D. Voltattorni, B. Bertoldi, *op.cit.*

liquidità) e a un aumento del ricorso al finanziamento esterno (tra cui al mercato obbligazionario): riteniamo si tratti comunque di un cambiamento temporaneo.

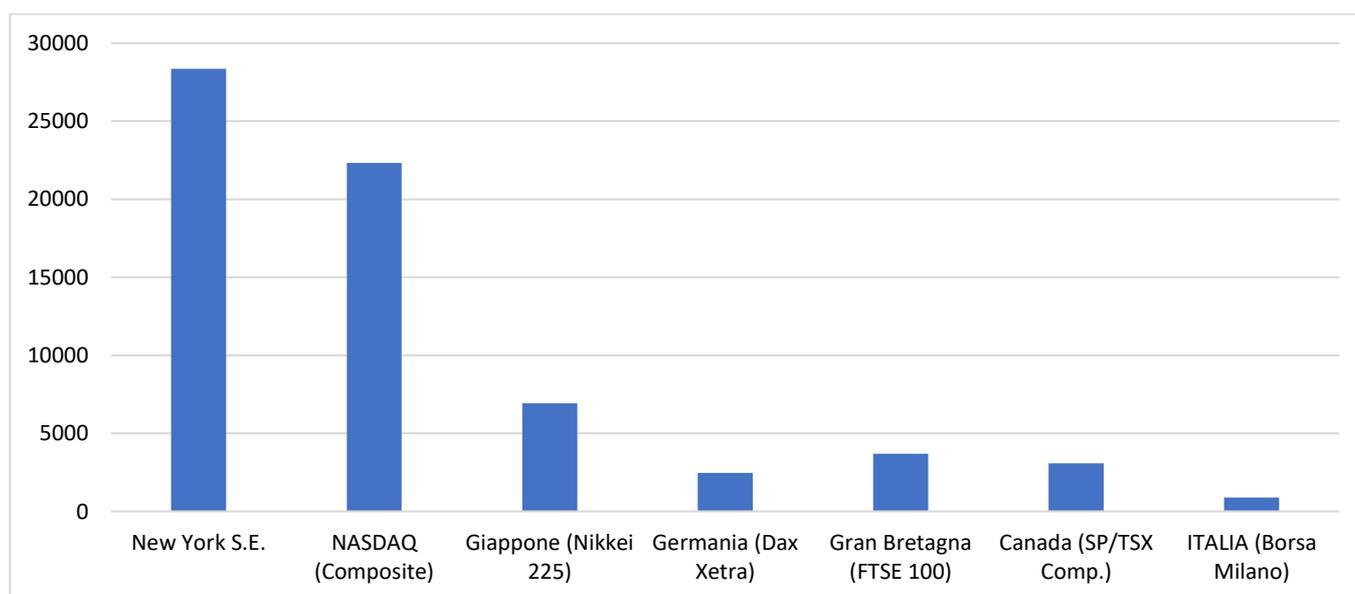
Tabella 1.9 – Percentuali di imprese per fonti di finanziamento abituale e strumento per soddisfare il fabbisogno di liquidità in seguito alla pandemia *Covid-19*

	Strumenti per soddisfare il fabbisogno di liquidità (2020)								Totale
	Solo autofinanziamento (AF)	Solo banche	Banche & AF	Equity mezzi propri con o senza AF	AF e/o banche & cred. comm. leas/fact	Multicanale di base	Multican & Equity IPO, PE, crowdf.	Nessuno	
<b>Fonti di finanziamento abituali</b>									
Solo autofinanziamento (AF)	11,4	18,5	4,5	0,9	21,6	5,1	5,3	32,7	100
Solo banche	3,0	36,9	4,0	0,3	32,5	4,3	4,3	14,6	100
Banche & AF	4,9	29,8	8,1	0,8	30,4	5,7	6,5	13,8	100
Equity mezzi propri con o senza AF	15,3	11,7	6,6	0,4	33,4	5,0	6,4	21,3	100
AF e/o banche & cred. comm. leasing/ factoring	5,1	27,1	6,8	0,5	34,4	4,3	6,2	15,7	100
Multicanale di base	3,6	27,0	7,9	0,2	33,3	5,0	7,7	15,4	100
Multican&Equity IPO, PE, prestiti su titoli, crowdf.	6,6	9,2	2,7	0,2	32,2	7,0	18,8	23,4	100
<b>Totale</b>	7,3	25,2	5,8	0,7	27,9	5,0	5,8	22,3	100

Fonte: elaborazione su dati Istat (MPS 2019 e Indagine Covid - Imprese 2020)

Il modesto sviluppo del mercato azionario italiano è peraltro evidente se confrontato con le Borse degli altri paesi sviluppati.

Figura 14: capitalizzazione delle principali borse mondiali al 30/09/2021 (in miliardi di \$US)



Fonte: Ns. rielaborazione su dati World Federation of Exchanges

Nonostante queste evidenze, nell'ultimo decennio si è assistito alla nascita di diversi strumenti volti a favorire il finanziamento per le imprese di modesta dimensione alternativi al ricorso al credito bancario.

Nel 2012 è nato il mercato AIM Italia (*Alternative Investment Market*), ora EGM (Euronext Growth Milan)<sup>122</sup>, dedicato alle piccole e medie imprese, e finalizzato alla raccolta di capitale di rischio presso il pubblico, con un percorso di quotazione semplificato. Le imprese quotate su EGM sono oggi 174, con 44 nuove quotazioni solo nel 2021, con una capitalizzazione totale pari a 11,5 miliardi di euro. Il maggior difetto di tale mercato è rappresentato dal fatto di non essere spesso particolarmente liquido e attivo.

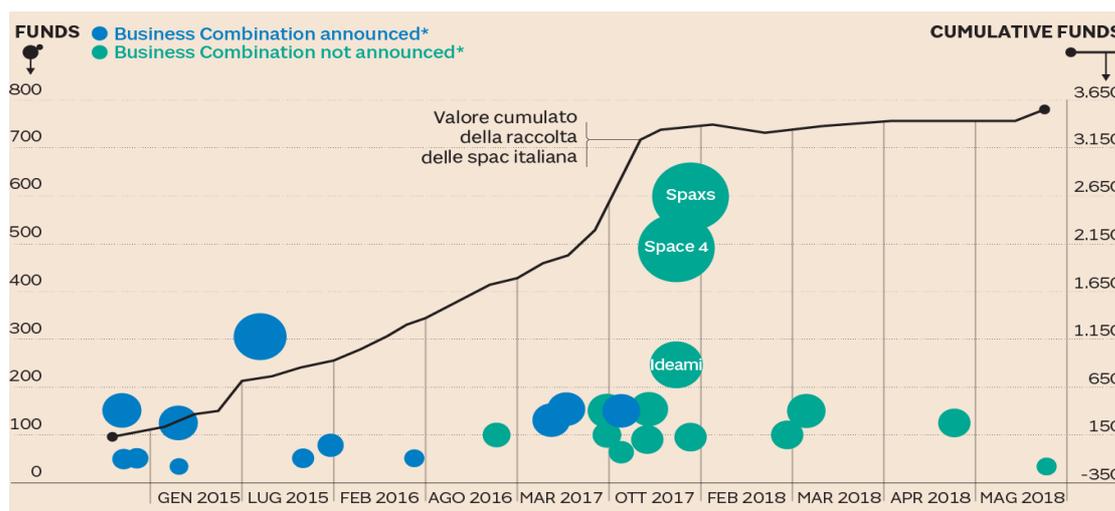
Nel luglio del 2020 è stato inoltre creato il “segmento professionale” (vale a dire con scambi riservati a investitori professionali quali istituti bancari e assicurativi, società di intermediazione mobiliare, società di gestione del risparmio) all'interno di EGM al fine di meglio rispondere alle PMI che necessitano di un accesso graduale ai mercati.

Nel 2009 è stato inoltre introdotto nel mercato AIM lo strumento delle “SPAC” (c.d. *Special Purpose Acquisition Company*), vale a dire la possibilità per un'impresa di ottenere sul mercato, attraverso una società veicolo, la SPAC appunto, le fonti finanziarie necessarie all'acquisizione di un'altra azienda al fine di dar vita a una fusione con quest'ultima. La società *target* non è individuata a priori, pertanto le risorse raccolte con l'IPO della SPAC sono depositate in un fondo vincolato fino al momento della *business combination*. Nel caso in cui non si trovi alcuna azienda disponibile alla fusione i capitali raccolti verranno restituiti agli azionisti della SPAC a titolo di liquidazione. Uno dei maggiori vantaggi è rappresentato probabilmente dal fatto che i costi connessi al processo di quotazione vengono sostenuti dalla società veicolo, incentivando ulteriormente l'ingresso nel mercato dei capitali da parte della società promotrice una volta individuata la società *target*. Negli ultimi anni tale strumento ha registrato un crescente successo, come dimostrato dall'aumento del numero delle società veicolo e del valore medio di raccolta delle stesse, sebbene la difficoltà nel trovare società *target* disponibili a realizzare la quotazione contribuisca a mantenere relativamente basso il numero di *business combination* effettuate.

---

<sup>122</sup> Il 9 ottobre 2020 Borsa Italiana Euronext N.V. ha acquisito Borsa Italiana S.p.A. dalla London Stock Exchange per 4,325 miliardi di euro.

Figura 1.15 – Lo sviluppo delle SPAC in Italia



Fonte: M. Ferrando, L. Galvagni, *Spac: il “tesoretto” da 2,5 miliardi adesso scotta*, Il Sole 24 Ore, 5 giugno 2018

Per le imprese di maggiori dimensioni è ovviamente consigliabile quotarsi direttamente su Euronext Milan o Euronext STAR Milan, i due segmenti principali della Borsa di Milano.

In generale, a fronte di alcune ovvie criticità (legate ai maggiori costi da sostenere necessari all’adempimento delle formalità a cui devo conformarsi le società quotate o a quelli derivanti da un’inevitabile maggiore formalizzazione della struttura di *governance*), la quotazione in Borsa delle imprese familiari è in grado di produrre diversi vantaggi:

- raccolta di capitali utili agli investimenti per la crescita e lo sviluppo;
- diversificazione delle fonti di finanziamento e riduzione dell’esposizione nei confronti degli istituti bancari e dell’onerosità del debito;
- forte attrattiva nei confronti di manager esterni qualificati e riduzione dei problemi di *adverse selection*;
- riassetto proprietario e possibilità per i familiari non interessati alla gestione di liquidare le quote detenute;
- rafforzamento della propria immagine nei confronti degli stakeholder esterni e ritorno reputazionale.

La legge di Stabilità 2017<sup>123</sup> ha introdotto i “Piani Individuali di Risparmio” (c.d. “PIR”), strumenti di finanziamento rivolti esclusivamente alle persone fisiche, ideati al fine di incrementare gli investimenti nelle imprese italiane attraverso il risparmio privato. Il PIR è un “contenitore fiscale” (OICR, gestione patrimoniale, contratto di assicurazione, deposito titoli) all’interno del quale i risparmiatori possono collocare qualsiasi tipologia di strumento finanziario (azioni, obbligazioni, quote di OICR, contratti derivati) o somma di denaro. Ciascuna persona fisica può essere titolare di un solo piano di risparmio. Il maggiore incentivo alla detenzione dei PIR è rappresentato dall’importante agevolazione fiscale di cui questi godono<sup>124</sup>. Rispondono inoltre al

<sup>123</sup> Legge 11 dicembre 2016, n. 232, art.1, commi 100-114.

<sup>124</sup> Tale vantaggio fiscali si esplica nell’esenzione completa delle imposte sui *capital gain* e gli interessi e dividendi. Sono inoltre esenti dall’imposta sulla successione. Per poter usufruire dell’agevolazione fiscale devono essere rispettati i seguenti criteri di composizione del portafoglio:

desiderio di raccolta di risorse finanziarie stabili da parte delle imprese che tuttavia non vogliono vedere cambiamenti nella propria compagine azionaria.

Il Decreto “Rilancio” del 2020 ha istituito una seconda tipologia di PIR (c.d. PIR “Alternativi”) che si affianca a quella dei PIR classici<sup>125126</sup>.

Altra importante possibilità per le *family firm* desiderose di crescere è il ricorso a operazioni di *venture capital* e *private equity*, attraverso le quali soggetti esterni specializzati (solitamente fondi e banche d’investimento) effettuano investimenti temporanei nel capitale di rischio di imprese, generalmente non quotate, attraverso l’acquisto e la sottoscrizione di azioni o quote, titoli obbligazionari convertibili o altri strumenti e l’ingresso nella *governance* della società, stabilito un obiettivo di rendimento. Tali operazioni si differenziano in base alla fase di vita dell’azienda:

- *start-up*: supportano l’avvio di nuove iniziative imprenditoriali in cui è presente una *business idea* e un soggetto imprenditoriale promotore (in tal caso si parla di *venture capital*);
- *development*: rispondono all’esigenza di accelerare lo sviluppo aziendale (*private equity*);
- trasformazione aziendale: consentono l’ingresso di nuovi soci in sostituzione di quelli che desiderano alienare le proprie quote/azioni (*replacement capital* attraverso operazioni di *family buy-out*, *management buy-out*, *management buy-in*).

Al primo semestre del 2021 il mercato italiano del *private equity* ha raggiunto la dimensione di 2.827 milioni di euro, con un’importante crescita rispetto al primo semestre dell’anno precedente sia del capitale gestito (+194%), sia degli operatori (+50%), del valore degli investimenti (+142%), del numero di *deal* effettuate (+102%)<sup>127</sup>.

- 
- almeno il 70% del valore rappresentato da strumenti emessi da società residenti in Italia, quotate e non;
  - almeno il 21% del valore rappresentato da strumenti emessi da società diverse da quelle quotate nell’indice FTSE MIB;
  - quota massima pari al 10% del suo valore complessivo in strumenti finanziari stipulati o emessi con lo stesso emittente o con altra società appartenente al medesimo gruppo o in depositi e conti correnti;
  - periodo d’investimento superiore a 5 anni;

Va inoltre fatto presente che nel caso in cui i PIR siano sottoscritti con l’intermediazione di una SGR i costi di commissione e di gestione sono in grado di erodere buona parte dei benefici fiscali offerti.

In seguito alla revisione della normativa (vd. decreto attuativo pubblicato in Gazzetta Ufficiale il 7 maggio 2019), è ora previsto l’obbligo per i gestori di investire il 3,5% degli asset in PMI (quotate e non) e il 3,5% in *venture capital*.

<sup>125</sup> D.l. 19 marzo 2020, n. 34, art. 136.

<sup>126</sup> I PIR Alternativi si discostano dai PIR tradizionali in quanto:

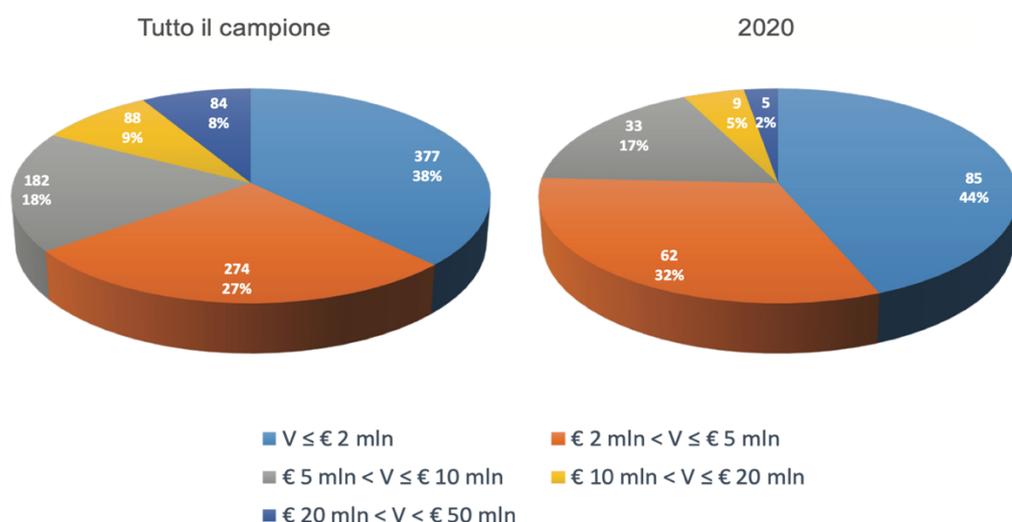
- il vincolo di concentrazione, cioè il tetto di investimento per singola società in portafoglio in base alla sua capitalizzazione, viene elevato al 20% (per i PIR tradizionali è pari al 10%);
- i limiti di investimento per il singolo risparmiatore sono stati innalzati con il decreto legge n.104 di agosto 2020 a 300mila euro l’anno e a 1,5 milioni totali (rispetto ai 30mila euro annui e 150mila totali dei PIR ordinari);
- è data la possibilità a una stessa persona fisica di sottoscrivere un PIR tradizionale e, come stabilito dalla legge di Bilancio 2022, anche più di un PIR alternativo.

La legge di Bilancio 2021 consente inoltre un credito d’imposta pari alle perdite, minusvalenze e differenziali negativi, derivanti dai PIR alternativi costituiti dal 1° gennaio 2021 per gli investimenti effettuati entro il 31 dicembre 2021. Inoltre la legge di Bilancio 2022 estende la possibilità di trasformare in credito d’imposta anche le minusvalenze realizzate su investimenti fatti nel 2022. Tuttavia, il credito d’imposta non potrà eccedere il 10% delle somme investite negli strumenti finanziari qualificati (20% per gli investimenti fatti nel 2021) e potrà essere utilizzato in quindici quote annuali (dieci per gli investimenti fatti nel 2021) di pari importo.

<sup>127</sup> PwC & AIFI (Associazione Italiana del Private Equity, Venture Capital e Private Debt), *1 Semestre 2021, Il mercato italiano del private equity e venture capital*, 2021.

A seguito del “*credit crunch*” a cui si è assistito a partire dal 2011, e alla significativa riduzione del credito erogato dal sistema bancario alle imprese, con particolare danno per quelle di piccole e medie dimensioni, è stata avvertita, da parte del Legislatore, l’esigenza di diversificare e aumentare le fonti di finanziamento disponibili (c.d. fenomeno di “*debancarizzazione*”), e sono stati introdotti alcuni strumenti di finanziamento non bancari. Tra questi un rilievo di primo piano hanno assunto i c.d. “*minibond*”, titoli di debito emessi da società italiane anche non quotate, diverse dalle banche e dalle “*microimprese*”<sup>128</sup>, destinati alla negoziazione su mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione e/o alla sottoscrizione da parte di investitori istituzionali<sup>129</sup>. La loro emissione è agevolata dall’estensione ai titoli emessi da società non quotate<sup>130</sup> ma negoziati su mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione di forti benefici fiscali, sia a favore dell’emittente che degli investitori. Nelle due figure presentate di seguito si riportano le più recenti evidenze osservate sul mercato dei *minibond*.

Figura 1.16 – Distribuzione del controvalore nominale delle singole emissioni. Confronto fra il campione complessivo di 1.005 emissioni di *minibond* sotto 50 milioni di euro e il campione del 2020 (194 emissioni)



Fonte: Osservatorio Mini-Bond Azimut & Politecnico di Milano, 7° *Report italiano sui mini-bond*, febbraio 2021.

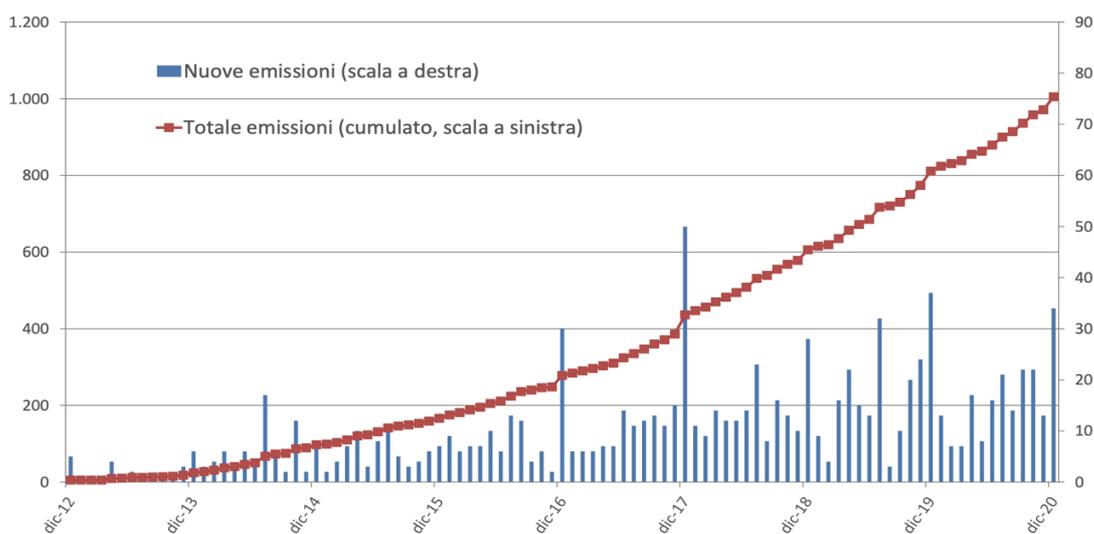
<sup>128</sup> Vd. Raccomandazione 2003/361/CE

<sup>129</sup> I *minibond* sono stati introdotti dal c.d. “Decreto Sviluppo” (d.l. 22 giugno 2012, n. 83 conv. in l. 7 agosto 2012, n. 134). Negli anni si sono succeduti diversi interventi normativi volti a modificare alcuni aspetti della disciplina originaria: d.l. 179/2012 c.d. “Sviluppo bis” con. in l. 221/2012; d.l. 145/2013 c.d. “Destinazione Italia” conv. in l. 9/2014; d.l. 91/2014 c.d. “Decreto Competitività” con. in l. 116/2014; l. 145/2018 c.d. “Legge di Bilancio 2019”.

<sup>130</sup> Affinchè le società non quotate possano procedere all’emissione di *minibond*:

- devono essere assistite da uno *sponsor*;
- l’ultimo bilancio deve essere stato approvato da un revisore legale dei conti o da una società di revisione;
- i titoli devono essere collocati presso investitori professionali e devono circolare esclusivamente fra tali investitori (nel 2013 è nato il mercato ExtraMOT PRO, segmento professionale del mercato ExtraMOT di Borsa Italiana, cioè accessibile ai soli investitori istituzionali).

Figura 1.17 – Flusso temporale delle emissioni di *minibond* dal 2012 al 2020 (emissioni sotto €50 milioni)



Fonte: Osservatorio Mini-Bond Azimut & Politecnico di Milano, 7° Report italiano sui mini-bond, febbraio 2021.

Ricordiamo infine solamente, rimandando per una trattazione decisamente più approfondita al terzo Capitolo, un ulteriore fondamentale sentiero capace di accelerare fortemente la crescita di un'impresa, vale a dire le operazioni di fusione e acquisizione (M&A: *Merger & Acquisition*), particolarmente efficaci per lo sviluppo sui mercati internazionali.

## Capitolo 2. La valutazione d'azienda

### 2.1 La creazione di valore: un obiettivo di validità generale

Prima di considerare gli obiettivi e le finalità perseguite dal processo di valutazione aziendale è bene interrogarsi su delle preliminari, fondamentali questioni: qual è lo scopo della gestione aziendale? Quali sono gli interessi e i desideri degli azionisti e in generale di tutti gli attori del sistema-azienda? E soprattutto, quale grandezza è più funzionale e coerente al fine del calcolo del raggiungimento o meno degli obiettivi preposti? Appare naturale la considerazione secondo cui l'obiettivo fondamentale di un'impresa è il “*durevole soddisfacimento dell'insieme degli interessi economici dei soggetti a essa legati*”<sup>131</sup>. Tale definizione pone immediatamente due ulteriori interrogativi: quali siano i soggetti o i gruppi di soggetti coinvolti dall'attività aziendale nei confronti della quale nutrono “*primarie aspettative di natura economica*”<sup>132</sup> e in cosa tali interessi economici si concretizzano.

È ormai opinione universalmente accettata e condivisa quella secondo cui l'obiettivo fondamentale della gestione aziendale sia la creazione di valore per l'impresa nel suo complesso, realizzabile attraverso la massimizzazione del suo capitale economico.

Tra gli anni '20 e gli anni '90 del secolo scorso si è passati così da un'impostazione tradizionale, che poneva l'ottenimento di un congruo reddito come fine istituzionale<sup>133</sup> e scopo ultimo dell'attività d'impresa, a un paradigma concettuale di più ampio respiro, con l'affermarsi della *teoria della creazione-diffusione del valore*. Ma prima di affrontare compiutamente tale teoria, ed evidenziare i suoi sviluppi più recenti, appare opportuno ripercorrere sinteticamente, e in modo sicuramente non esauriente, il percorso che ha portato alla sua affermazione (Tabella 2.1). Nel processo di transizione da una teoria all'altra, durato più di mezzo secolo, fondamentale è risultato il pionieristico contributo di Gino Zappa (1937), uno dei più importanti economisti e accademici italiani del '900. In particolare, Zappa ha il merito di essere stato uno tra i primi a invertire il tradizionale rapporto di causa-effetto fra reddito e capitale: non è più il reddito a essere espressione economica dei fattori produttivi, dunque del capitale; è invece il valore del capitale stesso, che perde così il suo status di variabile indipendente, il risultato delle prospettive della redditività futura<sup>134</sup>. Da ciò ne è derivata la prima formulazione della definizione di capitale economico come espressione della capacità di reddito dell'impresa:

---

<sup>131</sup> M. Dallochio, A. Salvi, *Management. Finanza in azienda*, Egea – Università Bocconi Editore, Milano, 2004.

<sup>132</sup> *Ibid.*

<sup>133</sup> Accanto al fine istituzionale, rappresentato dalla creazione di valore, si è soliti far riferimento anche al c.d. fine “naturale” di un'impresa, vale a dire al soddisfacimento dei bisogni umani, che necessitando di processi produttivi razionali ed organizzati (attività economica), trova proprio nell'azienda stessa il suo strumento più adatto ed efficace.

<sup>134</sup> “*Nella valutazione sistematica di conto il capitale, appare, nominalmente, come un fondo dal quale il reddito fluisce, ed al quale il reddito periodicamente può aggiungersi [...] Nell'aspetto economico, invece, la formazione del capitale e del reddito segue un processo inverso a quello supposto, e procede necessariamente dal fluire dei frutti al costituirsi dei capitali*”. G. Zappa, *Il reddito di Impresa. Scritture doppie, conti e bilanci di aziende commerciali*, Giuffrè, Milano, 1937.

“in questa accezione, caratteristicamente economica, il capitale non è un fondo di valori diversi, sebbene coordinati, ma è un valore unico, risultante dalla capitalizzazione dei redditi futuri”<sup>135</sup>.

Nei decenni successivi hanno intrapreso con successo il sentiero tracciato da Zappa diversi dei suoi studenti, a cui va il merito di aver efficacemente preparato il campo per la successiva rivoluzione negli studi aziendalistici avvenuta nei primi anni Novanta: fra questi non possiamo fare a meno di citare Pietro Onida, fondamentale per aver contribuito, con la sua opera, a una migliore definizione di avviamento<sup>136</sup> e capitale economico, T. D’Ippolito<sup>137</sup>, fondatore della “scuola palermitana”, C. Masini<sup>138</sup>, A. Amaduzzi<sup>139</sup>

Uno degli ultimi studenti diretti dello Zappa, e il primo accademico ad aver introdotto in Italia la teoria della creazione-diffusione del valore, è stato Luigi Guatri, ai cui studi faremo ampiamente riferimento nel corso dell’intero capitolo. Con Guatri il legame che unisce il capitale economico al fine istituzionale dell’azienda è diventato un legame diretto, non più mediato in alcun modo dal reddito<sup>140</sup>.

La teoria della creazione-diffusione del valore ha portato a compimento le intuizioni e la tendenza dottrinarie che nei decenni precedenti aveva spostato sempre più marcatamente l’attenzione sul tema della massimizzazione del capitale economico delle società. Il motivo del successo del nuovo approccio, che individua nella creazione del valore economico il fine ultimo perseguito da ogni impresa, può essere facilmente spiegato. Si tratta infatti di un obiettivo:

- razionale: il capitale economico è infatti un’attendibile sintesi di tutte le determinanti la capacità dell’impresa di produrre ricchezza, a partire dalla redditività, ma senza limitarsi a questa<sup>141</sup>;
- stimolante: il valore del capitale di un’impresa è espressione degli effetti di lungo periodo della gestione aziendale. Parametri obiettivo differenti alla creazione di valore, quali il reddito, riflettono quasi unicamente i risultati delle dinamiche aziendali nel breve periodo;
- largamente condiviso fra tutti i soggetti che nutrono aspettative nei confronti dell’attività aziendale: *in primis* gli azionisti, ma anche i creditori, i dipendenti, i fornitori, i clienti;

---

<sup>135</sup> G. Zappa, *op.cit.*, pag. 8.

<sup>136</sup> “L’avviamento [...] è l’espressione della redditività stessa dell’impresa: piuttosto che come un bene a sé, esso può concepirsi come un attuale modo di essere ed un presunto modo di divenire (secondo le possibili previsioni), dell’impresa o, se vuoi, della coordinazione di tutti i fattori [...] che concorreranno a determinare la ‘redditività’ dell’impresa”. P. Onida, I finanziamenti iniziali di impresa, IES, Milano, 1931.

<sup>137</sup> Si vedano in particolare, al fine di comprendere la concezione dell’autore sull’avviamento, *La valutazione delle aziende in avviamento*, Giuffrè, Milano, 1946 e *L’avviamento. La valutazione delle aziende avviate e di quote-parti di esse. L’avviamento commerciale e l’avviamento imponibile fiscalmente*, Abbaco, Palermo, 1963.

<sup>138</sup> Si veda C. Masini, *La dinamica economica nei sistemi dei valori d’azienda, valutazioni e rivalutazioni*, Giuffrè, Milano, 1963. Per un compendio sul pensiero dell’autore sull’avviamento e il tema della valutazione del capitale economico: L. Staffico, *Carlo Masini e il valore d’avviamento*, in AA.VV., *Scritti in onore di Carlo Masini*, Tomo IV, Egea, Milano, 1991.

<sup>139</sup> Aldo Amaduzzi è stato l’autore di un’innovativa metodologia di calcolo dell’avviamento quale risultante dalla differenza tra il valore del capitale economico e quello di funzionamento (*i.e.* di bilancio); inoltre, con i suoi studi, ha confermato la tesi secondo cui sia il capitale economico il valore di riferimento nelle operazioni di fusione: “E ove la situazione reddituale è più o meno fedelmente rispecchiata nel bilancio di funzionamento, la situazione economica dell’impresa in fusione ha un indice sintetico, certo o presunto, ed esso è il complesso economico” (*La fusione delle imprese*, Cacucci, Bari, 1995).

<sup>140</sup> Per un maggiore approfondimento sull’evoluzione teorica del concetto di capitale economico e del fine istituzionale d’impresa si veda: L. Guatri, *Cinquant’anni di valutazioni aziendali*, Università Bocconi Editore, Milano, 2005.

<sup>141</sup> E. Pinto, *La teoria del processo valutativo*, Dispense tratte dal Corso di Operazioni Straordinarie e Valutazione d’Azienda, a.a. 2020-2021, LUISS Guido Carli.

- misurabile: l'evoluzione delle tecniche valutative degli ultimi decenni ne ha ridotto il costo e aumentata l'accuratezza;
- universalmente valido, indipendentemente dalla dimensione, dallo stadio di vita, dal settore in cui opera l'impresa.

Dal momento che è il capitale economico la migliore espressione, nella sua evoluzione, dell'attitudine dell'impresa alla creazione o distruzione del valore, le sue stime sono divenute ricorrenti, non più effettuate esclusivamente in occasione di operazioni straordinarie che necessitano della stima del valore di scambio della titolarità della stessa. Tra i motivi che spingono alla valutazione di un'impresa, e che analizzeremo più in dettaglio in seguito, vi è dunque anche la necessità di procedere a periodiche stime di *performance*. La *performance* aziendale in un determinato intervallo  $[t_1; t_2]$  di tempo può essere quindi espressa dalla differenza fra il valore attribuito al capitale economico nell'istante finale e quello iniziale del periodo di riferimento:

$$\begin{aligned} \text{se } W_2 - W_1 > 0 &\rightarrow \text{creazione di valore;} \\ \text{se } W_2 - W_1 < 0 &\rightarrow \text{distruzione di valore,} \end{aligned}$$

dove:

$$[1] \quad W_1 = \sum R_n v_n;$$

$$[2] \quad W_2 = \sum R_{n+1} v_{n+1}$$

Entrambi i valori sono espressione dei redditi futuri attesi attualizzati tenendo correttamente conto del rischio della loro manifestazione.

Nella differenza fra  $W_2$  e  $W_1$  è possibile individuare una particolare configurazione di reddito, il "reddito economico" del periodo considerato<sup>142</sup>:

$$[3] \quad R_{CE[t_1;t_2]} = W_2 - W_1$$

È bene chiarire fin da ora che capitale economico e capitale azionario possono divergere per differenti motivi, riconducibili *in primis* al loro differente contenuto concettuale, sintetizzabile nella differenza fra la nozione di valore e quella di prezzo.

Così, mentre l'obiettivo di massimizzazione del valore del capitale economico di un'impresa si accompagna sempre, almeno nel lungo periodo, a un corrispondente aumento del valore azionario, non sempre vale il contrario<sup>143</sup>. Concentrandosi quindi esclusivamente sulla crescita del prezzo delle azioni non è garantito il

<sup>142</sup> E. Pinto, *Di taluni aspetti della valutazione del capitale economico delle aziende*, Giuffrè, Roma, 2000.

<sup>143</sup> Cfr. Paragrafo 2.1 *Nozioni di capitale e valore*.

raggiungimento dello scopo istituzionale della gestione aziendale, vale a dire la massimizzazione del valore dell'impresa globalmente considerata. Un'eccessiva enfasi sulla creazione di ricchezza per gli azionisti nel breve periodo (appunto attraverso l'aumento del capitale azionario) si dimostra spesso una strategia miope e dannosa, nel lungo termine, per gli interessi degli azionisti stessi.

Partendo da queste considerazioni, ma non limitandosi esclusivamente a ragionamenti di tipo utilitaristico, negli ultimi decenni si è andata affermando la "Teoria degli *stakeholder*" (c.d. "*stakeholder view*")<sup>144</sup>, contrapposta a quella degli "*shareholder*" (o "*stockholder*"). Tale approccio amplia il novero dei soggetti che nutrono delle legittime aspettative, non solo economiche, nei confronti dell'impresa, al soddisfacimento delle quali l'attività della stessa deve essere rivolta. Accanto agli azionisti e ai creditori assumono così primaria importanza anche gli interessi dei dipendenti, dei fornitori, dei clienti, della comunità, del territorio, dell'ambiente in cui l'impresa è inserita e opera<sup>145</sup>, peraltro conformemente a quanto affermato anche dalla Costituzione Italiana<sup>146</sup>.

La valutazione del capitale economico dell'impresa, piuttosto che il riferimento al valore di mercato, appare coerente con il nuovo approccio sopra descritto, ormai generalmente accettato e condiviso, specie nel nostro paese.

La misurazione del valore di un'impresa, sebbene abbia una lunga tradizione alle spalle (sono stati rintracciati tentativi di valutazione aziendale, effettuati con un certo grado di razionalità, addirittura nella Roma Imperiale in occasione di operazioni di compravendita di società commerciali<sup>147</sup>) ha osservato un crescente ricorso al suo utilizzo specialmente negli ultimi decenni, per differenti, seppur connesse, motivazioni<sup>148</sup>:

- il rilievo assunto dalle operazioni di *M&A* come propulsore per la crescita aziendale per via esterna, e la conseguente necessità di ridurre il rischio di acquisizioni (vendite) a prezzi eccessivi (insufficienti) e in generale l'accresciuta complessità e frequenza delle operazioni di finanza straordinaria;
- la necessità di indagare l'esistenza di eventuali sensibili differenze fra valore effettivo e valore azionario delle imprese quotate, al fine dell'individuazione di società sopravvalutate o sottovalutate dal mercato;
- l'opinione, ormai generalmente condivisa e accettata, dell'inadeguatezza e inaffidabilità dei dati di bilancio ai fini del calcolo della *performance* aziendale.

Come noto, la misurazione del valore aziendale è nato nella pratica dall'esigenza di tutelare gli interessi dei soci minoritari e dei vari *stakeholder* dell'impresa, quindi nell'ambito delle garanzie societarie, in particolare

---

<sup>144</sup> R.E. Freeman, *Strategic Management: a Stakeholder Approach*, Pitman, Londra, 1984.

<sup>145</sup> Come noto, si tratta del concetto di responsabilità sociale dell'impresa (CRS: *Corporate Social Responsibility*). Cfr. R.E. Freeman, *op.cit.*

<sup>146</sup> Ex art. 41 Cost.: "*L'iniziativa economica è libera. Non può svolgersi in contrasto con l'utilità sociale, o in modo da recare danno alla salute, all'ambiente, alla sicurezza, alla libertà, alla dignità umana. La legge determina i programmi e i controlli opportuni perché l'attività economica pubblica e privata possa essere indirizzata e coordinata ai fini sociali e ambientali*".

<sup>147</sup> F. Carlà, A. Marcone, *Economia e Finanza a Roma*, Il Mulino, Bologna, 2011.

<sup>148</sup> L. Guatri, M. Bini, *Nuovo trattato sulla valutazione d'azienda*, Università Bocconi Editore, Milano, 2005.

con riguardo alle c.d. operazioni di “finanza straordinaria”. Accanto a questo, è possibile individuare ulteriori ambiti operativi in cui la valutazione d’azienda si rende necessaria, cui abbiamo già accennato nel corso del paragrafo:

- in occasione di operazioni di acquisizione/cessione e fusione/scissione;
- in concomitanza con la quotazione sul mercato dei capitali, in quanto la determinazione di un adeguato prezzo dei titoli azionari è fondamentale ai fini del successo dell’operazione;
- ai fini della formazione del bilancio secondo i nuovi principi contabili internazionali IAS/IFRS<sup>149</sup>, con riferimento al calcolo del *fair value* di attività e passività<sup>150</sup>;
- al fine del calcolo della *performance* periodica dell’impresa e quindi di controllo dell’operato del *management* e del successo o meno delle strategie adottate;
- per l’investimento da parte di fondi di *private equity* e *venture capital*, che implicano di norma un’approfondita fase di indagine e controllo preliminare.

Oltre alla motivazione alla base delle stesse, ulteriori classificazioni delle valutazioni posso essere fatte in virtù:

- del soggetto che le svolge: si distingue così fra valutazioni esterne/interne e indipendenti/di parte;
- della loro natura: a seconda che siano imposte dalla legge oppure effettuate volontariamente (legali/volontarie).

Infine, ricordiamo quelle che, secondo Guatri, sono le caratteristiche che ogni valutazione deve possedere per essere definita valida e affidabile<sup>151</sup>:

- razionalità: deve cioè tradursi in una formula valutativa che si fonda su un contenuto logico coerente e incontrovertibile, perciò generalmente accettato;
- dimostrabilità: ogni fattore da cui dipende la formula valutativa e il suo *output* deve poter avere riscontro in dati chiari e documentabili;
- neutralità: deve essere generalmente condivisa, e quindi prescindere dagli interessi delle parti coinvolte, escludendo tutte le scelte arbitrarie, soggettive e non obiettive;
- stabilità: è bene che il valore attribuito dal processo valutativo non sia influenzato dalle oscillazioni legate a fattori contingenti e non strutturali, i cui effetti verranno comunque annullati nel breve periodo.

---

<sup>149</sup> Secondo il “*Conceptual Framework for Financial Reporting*” redatto dallo IASB (*International Accounting Standard Board*), la cui ultima edizione risale al 2018, obiettivo del bilancio è quello di fornire “*informazioni utili agli investitori, finanziatori, e altri creditori, attuali o potenziali*” al fine di aiutarli “*a prevedere i flussi finanziari futuri dell’entità*” (IAS 1: *Presentation of the Financial Statements*).

<sup>150</sup> Cfr. IFRS 9 “*Financial Instruments*”, IFRS 13 “*Fair Value Measurement*”, IAS 38 “*Intangible Assets*”. Il *fair value* è definito come “*il corrispettivo che sarebbe ottenuto per vendere un’attività, o pagato per estinguere una passività, in un’ordinaria transazione tra i partecipanti al mercato alla data di misurazione*”.

<sup>151</sup> L. Guatri, *Trattato sulla valutazione delle aziende*, Egea, Milano, 1998.

Prima di continuare la nostra trattazione sulla valutazione e sui differenti metodi applicati nella pratica professionale e dal mondo accademico, appare opportuno approfondire alcuni dei temi e dei concetti sopra esposti, con particolare riguardo alle differenti configurazioni di capitale e valore

Tabella 2.1 – Evoluzione delle teorie aziendalistiche in Italia, con particolare riferimento al fine istituzionale

PERIODO STORICO	TIPOLOGIA AZIENDALE	OBIETTIVO AZIENDALE	INDICATORE DI PERFORMANCE PREVALENTE	TEORIE CONTABILI	CONCEZIONE DI AVVIAMENTO E CAPITALE ECONOMICO	AUTORI DI RIFERIMENTO
Prima metà del XIX secolo	Azienda mercantile domestico-patrimoniale	Patrimonio e suoi vincoli giuridici	Patrimonio	Teoria Personalistica	Av = compenso per la clientela o per l'attività direzionale	Villa, Massa
Dalla seconda metà del XIX secolo alla Grande Guerra	Azienda industriale domestico-patrimoniale	Mantenimento/accre scimento del patrimonio	Utile lordo	Teoria dei conti a valore Sistema Patrimoniale	Av = valore attuale dei sovrarfrutti futuri	Besta, Della Penna, Alfieri, Vianello, D'Alvise, De Gobbis
Dagli anni '20 agli anni '60 del XX secolo	Impresa capitalistica	Elevata remunerazione del capitale investito	Profitto	Sistema del Reddito (puro)	Av = condizione per la produzione di sovraredditi; non è autonomo ma è un valore differenziale; Ce = capacità di reddito proveniente dalla direzione aziendale, calcolabile solo in sede di cessione; è introdotto il concetto di impresa avviata	Zappa, Onida, D'Ippolito, Masini, Ceccherelli, Cittadini, Rovida, Amaduzzi, Cassandro, De Minico, Amodeo, Masi, Ferrero <sup>152</sup>
Anni '70-'80 del XX secolo	Impresa sociale	Sopravvivenza in equilibrio a valore nel tempo	Valore aggiunto	Sistema del Reddito (varianti)	L'avviamento non esiste; l'unica realtà è il Capitale Economico	-
Dagli anni '90 del XX secolo a oggi	Impresa globale	Creazione di valore	Valore aggiunto globale	Teoria dei flussi e degli stocks (Sistema del Valore aggiunto)	Ce = valore unitario attribuibile al complesso del sistema aziendale in virtù della propria capacità di reddito futura	Guatri, Catturi, Sciarelli

dell'impresa

Fonte: Ns. rielaborazione da M. Puglisi, *La creazione di valore per l'azienda. Un particolare modello fondato su una teoria unitaria del valore per la sua creazione in termini sistemici e sociali*, 2012.

<sup>152</sup> G. Ferrero ha avuto in particolare il merito di aver dimostrato l'inutilità di una separata determinazione dell'avviamento e di essersi concentrato viceversa sul tema della valutazione del capitale economico. In particolare, si veda: *La valutazione economica del capitale d'impresa*, Giuffrè, Milano, 1966.

## 2.2 Nozioni di capitale e valore

Oscar Wilde descriveva il cinismo come la caratteristica propria di colui che “*conosce il prezzo di ogni cosa, e il valore di nessuna*”<sup>153</sup>. Tale definizione ci permette di introdurre i due differenti concetti di prezzo e valore, e ci aiuta a comprenderne, anche intuitivamente, il diverso significato. In ogni transazione, sui mercati finanziari o nella vita quotidiana, ciò che compriamo è il valore, ciò che paghiamo è il prezzo<sup>154</sup>.

Il prezzo è pertanto un dato espresso in un determinato momento dal mercato. In particolare, il prezzo di un'impresa è il valore monetario della stessa stabilito durante una transazione: è dunque un dato oggettivo e chiaramente individuabile.

Il valore, invece, è una grandezza stimata, in quanto ottenuta attraverso un processo che si fonda sulla previsione di flussi futuri, scontati, cioè attualizzati, a un tasso che si ritiene adatto in virtù del rischio di manifestazione di tali flussi. Il calcolo del valore, implicando pertanto un processo di stima e di previsione di dati futuri aleatori, è in parte basato su opinioni soggettive.

Considerata la differenza concettuale, non stupisce di certo il fatto che prezzo e valore possano non coincidere affatto. Il prezzo, pur tendendo strutturalmente al valore, è determinato da variabili ulteriori, che operano a valle rispetto a quelle che determinano quest'ultimo.

Sia il prezzo che il valore di un titolo azionario dipendono da variabili interne all'impresa (flussi attesi, rischi specifici, in alcuni casi grandezze-stock) ed esterne alla stessa (quali, ad esempio, il generale andamento economico del Paese e del settore in cui l'impresa opera). Tuttavia, il prezzo è informato anche da fattori, anch'essi interni ed esterni, che non influenzano il giudizio del valore. Di particolare rilevanza nella formazione del prezzo sono, ad esempio:

- il grado di “fluidità”, ovvero di rigidità, del capitale dell'impresa: come ampiamente discusso nel capitolo precedente, nei Paesi anglosassoni i mercati azionari si caratterizzano per la presenza di *public company* con quote di partecipazione altamente polverizzate e “dinamiche”, a differenza dei Paesi (come l'Italia) con un modello di capitalismo di tipo renano-nipponico, contraddistinti da un inferiore ricorso e da una ridotta dimensione dei mercati finanziari e dalla forte prevalenza di aziende con assetti proprietari stabili e concentrati, con una bassa percentuale del flottante sul totale del capitale<sup>155</sup>. Dal differente grado di fluidità del capitale azionario dipende la maggiore o minore significatività del prezzo di mercato come guida per gli acquisti e le vendite, e quindi l'ampiezza della distanza fra prezzo e valore;

---

<sup>153</sup> O. Wilde, *The Picture of Dorian Gray*, Londra, 1890.

<sup>154</sup> S. Bagnoli, *Capire l'economica per capire il mondo*, Hoepli, Milano, 2017.

<sup>155</sup> Si parla in proposito di “capitali destinati”.

- il grado di efficienza (o inefficienza) dei mercati finanziari, che esprime la capacità dei prezzi dei titoli di adeguarsi tempestivamente alla variazione delle determinanti fondamentali del valore, seguendone la dinamica, al fine di costituire un riferimento significativo e affidabile nelle negoziazioni<sup>156</sup>;
- la ciclicità della domanda/offerta dei titoli azionari: la domanda e l'offerta dei capitali di rischio nei mercati finanziari è soggetta ad andamenti ciclici che allontanano il prezzo dei titoli, in eccesso o in difetto, dal corrispondente valore. Le due fasi del ciclo in cui lo scostamento fra prezzo e valore è massimo sono comunemente definite “mercato del compratore” e “mercato del venditore” (a seconda che si osservi una prevalenza dell'offerta sulla domanda o della domanda sull'offerta, con conseguente sottovalutazione o sopravvalutazione dei titoli) e sono intervallate da periodi caratterizzati da un trend positivo di crescita o negativo di decrescita che riavvicina i prezzi agli effettivi valori sottostanti<sup>157</sup>;
- l'insorgere di fenomeni di concentrazione societaria: come si può osservare nella Figura 2.1, le operazioni di fusione e acquisizione si verificano per “ondate” più o meno estese nel tempo. La ricerca scientifica non è stata ancora in grado di trovare una spiegazione razionale definitiva delle cause sottostanti questo fenomeno, che si verifica in corrispondenza delle fasi di rialzo dei mercati azionari. Gli acquirenti credono che gli investitori abbiano sottostimato il valore dell'impresa ceduta e sono motivati dalla ricerca di vantaggi sinergici derivanti dall'integrazione societaria. Le ondate di acquisizioni interessano solitamente un determinato numero di settori, spesso incoraggiate dai fenomeni di deregolamentazione e dai cambiamenti tecnologici che li interessano (si pensi alla deregolamentazione delle telecomunicazioni e dell'attività bancaria nei primi anni Novanta)<sup>158</sup>.  
I processi di concentrazione portano inevitabilmente a una sopravvalutazione delle imprese operanti all'interno dei settori in cui si verificano, gonfiandone il prezzo, allontanandolo dal valore effettivo.

---

<sup>156</sup> La letteratura economica, a partire dall'articolo “*Efficient capital markets: A review of a theory and empirical work*” del 1970 di E. Fama, ha spesso distinto i mercati finanziari secondo tre diversi livelli di efficienza, cioè in base alla capacità dei prezzi dei titoli di riflettere le informazioni fondamentali al fine della loro corretta formazione. Un mercato può allora essere:

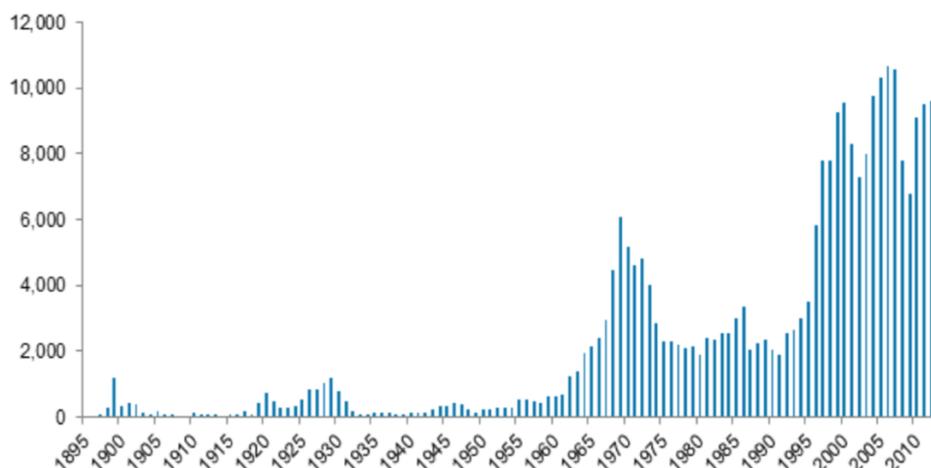
- efficiente in forma debole: se i prezzi riflettono esclusivamente le informazioni ottenibili dall'analisi delle serie storiche dei prezzi passati;
- efficiente in forma semi-forte: se i prezzi riflettono le informazioni ottenibili dall'analisi delle serie storiche dei prezzi passati e se si adeguano immediatamente al sopraggiungere di tutte le nuove informazioni rilevanti pubblicamente disponibili;
- efficiente in forma forte: nel caso in cui i prezzi siano in grado di riflettere istantaneamente anche le notizie e le informazioni riservate e private, note esclusivamente agli *insider* (in genere i manager e i proprietari delle imprese).

Difficilmente la forma di efficienza di tipo forte è riscontrabile nella realtà dei mercati finanziari (si pensi in proposito ai più o meno frequenti fenomeni di *insider trading* o di agiotaggio effettuati ai fini di ottenere un profitto di arbitraggio), a differenza delle altre due. Infine, di particolare importanza, accanto all'efficienza informativa, è anche l'efficienza c.d. “valutativa”, vale a dire la capacità del mercato di determinare correttamente il valore delle imprese emittenti sulla base delle informazioni a disposizione.

<sup>157</sup> L. Guatri, M. Bini, *La valutazione delle aziende*, Egea, Milano, 2007.

<sup>158</sup> G. Andrade, M. Mitchell, E. Stafford, *New Evidence and Perspectives on Mergers*, Journal of Economic Perspectives, n.15, 2001.

Figura 2.1 – Numero di acquisizioni negli Stati Uniti, 1895-2015



Fonte: [www.mergerstat.com](http://www.mergerstat.com)

Sintetizzando, i fattori esterni che influenzano la formazione del prezzo ma non il giudizio di valore sono riconducibili in generale al c.d. “paradigma di mercato finanziario” e ai “*deal prices*”.

Fra le variabili interne possiamo invece elencare tutte le azioni intraprese da un’azienda, attraverso la gestione dei propri moltiplicatori (trasparenza ed efficacia delle comunicazioni, credibilità strategica e reddituale), che influiscono sulla propria capacità di diffusione del valore agli occhi degli investitori e che quindi sono in grado di influenzare le opinioni della comunità finanziaria<sup>159</sup>.

Proprio in base al riferimento al valore o al prezzo si distinguono i due grandi approcci alla valutazione aziendale:

- l’approccio assoluto, basato su modelli e formule, da cui discendono i metodi indiretti, che si fondano sul concetto di valore;
- l’approccio relativo, basato sui moltiplicatori, da cui discendono i metodi diretti, che si fondano invece sul concetto di prezzo.

Così come prezzo e valore, seppur correlati, spesso non coincidono, allo stesso modo i risultati ottenuti dalla valutazione di un’impresa con i due differenti approcci possono presentare delle divergenze, spiegabili appunto attraverso il loro differente contenuto concettuale (prezzo vs valore) e dunque la differente composizione dell’insieme delle informazioni rilevanti ai fini del calcolo (le variabili a valle del valore che influenzano il prezzo sono da tenere in considerazione nelle valutazioni relative ma non in quelle assolute). Ulteriori ragioni in grado di spiegare il divario fra i risultati ottenuti con la valutazione indiretta o con quella indiretta sono:

- il differente grado di stabilità degli stessi nel corso del tempo: il prezzo è per definizione più volatile del valore;

<sup>159</sup> L. Guatri, M. Bini, *op.cit.*, p. 9.

- l'oggetto e lo scopo della valutazione: mentre le valutazioni assolute si prestano per tutte le finalità, le valutazioni relative costituiscono un riferimento imprescindibile specie nell'ambito delle operazioni di acquisizione/cessione. Inoltre, nell'ambito dell'approccio diretto, il metodo delle società comparabili è generalmente orientato alla valutazione di quote non di controllo, a differenza del metodo delle transazioni comparabili;
- la diversa disponibilità di tempo e risorse dedicate: in generale i metodi diretti sono più agilmente impiegabili.<sup>160</sup>

Riprenderemo e approfondiremo più analiticamente tali considerazioni nei singoli paragrafi dedicati ai diversi metodi valutativi.

Passiamo ora ad analizzare più approfonditamente le differenti configurazioni di capitale e valore, al fine di completare il discorso iniziato nel precedente paragrafo in merito allo scopo istituzionale dell'impresa, e di conseguenza al riferimento più opportuno durante lo svolgimento di una valutazione.

Il capitale di un'impresa può essere osservato sotto diversi aspetti e assumere differenti configurazioni, che variano fra di loro in virtù dello scopo per il quale lo stesso viene considerato, quindi del momento in cui è quantificato e dei criteri di valutazione adottati. Inoltre, ogni misurazione del valore aziendale è sempre riferita all'istante  $t$  nel quale viene effettuata. Dunque, le configurazioni del capitale variano a seconda:

- a) del momento di determinazione;
- b) del metodo di valutazione.

Con riferimento al momento di determinazione possiamo distinguere il capitale in:

- capitale di costituzione: quantificato nella fase iniziale della vita di un'azienda. Le attività e le passività, di cui l'impresa potrà disporre per le future trasformazioni produttive, provengono interamente dagli apporti di terzi (*i.e.* soci e finanziatori);
- capitale di funzionamento: costituito dalle attività e dalle passività valutate in un qualsiasi istante della vita dell'impresa successivo alla costituzione, nell'ipotesi di continuità aziendale, vale a dire nell'ipotesi di normale svolgimento dell'attività dell'impresa nel futuro (c.d. principio di "*going concern*"<sup>161</sup>). Le attività e le passività dell'impresa sono valutate secondo il criterio del costo storico se il bilancio è redatto secondo le disposizioni del Codice Civile e dei principi contabili nazionali emanati dall'Organismo Italiano di Contabilità (ITA GAAP), ovvero al *fair value* se formato in ossequio ai principi contabili internazionali (IAS/IFRS)<sup>162</sup>. Il capitale di funzionamento è

<sup>160</sup> L. Guatri, M. Bini, *op.cit.*, pp. 16-17.

<sup>161</sup> Ex art. 2423-bis c.c., comma 1, punto 1): "*la valutazione delle voci deve essere fatta secondo prudenza e nella prospettiva della continuazione dell'attività*".

<sup>162</sup> Appare evidente come la valutazione delle poste di bilancio secondo il criterio del *fair value* sia in grado di ridurre la distanza fra il valore di funzionamento e il valore effettivo del capitale di un'impresa rispetto a un bilancio redatto applicando il metodo del costo storico.

indispensabile ai fine della determinazione del reddito d'esercizio e della disposizione dei vari indicatori di bilancio (ad esempio, il ROE);

- capitale di liquidazione: calcolato nella fase finale della vita dell'impresa, quando si prevede la cessazione dell'attività aziendale attraverso la liquidazione, al fine di determinare il valore netto residuo in seguito alla realizzazione delle attività e all'estinzione delle passività. Il valore degli elementi patrimoniali attivi e passivi non dipende dalla propria capacità di contribuire alla produzione del reddito aziendale, ma esclusivamente dalla loro conversione monetaria (le attività sono misurate attraverso il loro presunto valore di realizzo, le passività attraverso il proprio presunto valore di estinzione);
- capitale economico: è il valore dell'impresa già costituita e avviata considerata unitariamente in funzione della sua capacità prospettica di produzione di reddito e quindi di remunerazione degli investitori: dipende dunque dagli utili attesi e dal grado di rischio a essi associato. A differenza delle altre configurazioni, dove il capitale netto d'impresa è determinato come differenza fra attività e passività, calcolate distintamente, il capitale economico è un valore unitario e indivisibile, espressione della complementarità e della connessione fra i singoli elementi che lo compongono<sup>163</sup>. Ha natura oggettiva e astratta, prescindendo dalle finalità della singola valutazione e dal punto di vista soggettivo di soggetti terzi eventualmente interessati all'acquisizione/fusione. Il valore del capitale economico corrisponde perciò al valore teorico di trasferimento, vale a dire al valore a cui l'impresa dovrebbe essere ceduta (esclusi gli effetti economico-finanziari legati alla cessione<sup>164</sup>): teorico in quanto in realtà tale coincidenza perfetta non esiste, in virtù della presenza di ulteriori aspetti soggettivi che influenzano la negoziazione fra le parti (quali asimmetrie informative, differente forza contrattuale, urgenza dell'operazione).

Il capitale economico è stimato attraverso una valutazione c.d. “*stand alone*”, vale a dire osservando l'impresa nell'ottica della continuità della sua normale gestione e del suo attuale contesto di funzionamento e sviluppo. La misurazione del capitale economico esula quindi sia da considerazioni soggettive, sia da ipotesi riguardanti sviluppi futuri, delle condizioni interne o esterne all'impresa, non ancora chiaramente osservabili al momento della valutazione.

È così possibile distinguere fra “valore economico” e “valori potenziali” del capitale a seconda delle grandezze usate come riferimento per la proiezione dei flussi futuri.

---

<sup>163</sup> D. Balducci, *La valutazione dell'azienda*, FAG, Milano, 1998.

<sup>164</sup> A. Musai, *Valore economico del capitale, prezzo teorico di trasferimento e “correttivi fiscali”*, Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale, settembre-ottobre 2001.

Nel primo caso, ai fini del calcolo del valore sono utilizzate grandezze (quali la capacità reddituale o i flussi di cassa) già osservabili, o comunque ottenibili con alta probabilità data la situazione economica attuale dell'impresa: si parla, appunto, di grandezze "in atto": un esempio è appunto il valore ottenuto attraverso la stima del capitale economico.

Il valore potenziale del capitale di una società è invece stimato attraverso il riferimento a grandezze soltanto eventuali, vale a dire non ancora dimostrate e che dipendono dal verificarsi di determinate *assumption* (grandezze "in potenza").

Le uniche grandezze in atto, vale a dire osservabili al momento della valutazione, sono il reddito (o il flusso di cassa) storico e corrente: qualunque ipotesi sulla capacità reddituale futura che non faccia a questi strettamente riferimento determina inevitabilmente un valore potenziale.

I valori potenziali possono essere a loro volta suddivisi in differenti categorie, a seconda della diversa logica sottostante il loro metodo di calcolo, e soprattutto a seconda dei vincoli e delle condizioni posti alle ipotesi sulle prospettive future.

Ai fini del calcolo del valore potenziale, sta suscitando un sempre maggiore interesse in ambito accademico e sta osservando un più frequente impiego nella pratica professionale, nonostante la difficoltà e i rischi impliciti nella sua applicazione, il c.d. approccio delle "opzioni innovative"<sup>165</sup>. Partendo dal "modello della stratificazione del valore" di M. Massari (1998), che concepisce la capacità reddituale futura di un'impresa come la somma di tre livelli, via via più dilazionati nel tempo e con meno riscontri oggettivi nella situazione aziendale attuale<sup>166</sup>, l'approccio delle opzioni reali tiene in considerazione, ai fini della misurazione del valore, dei possibili miglioramenti gestionali interni, così come delle opzioni esterne di crescita, legate principalmente a processi di integrazione aziendale, e delle sinergie a questi connesse<sup>167</sup>.

L'approccio tradizionale alla valutazione, come avremo modo di osservare, si basa principalmente sull'attualizzazione dei flussi, di cassa o reddituali, attesi: quanto maggiore è l'accuratezza e la meticolosità del processo di stima di tali flussi prospettici, tanto più accettabile risulterà il valore attribuito all'impresa, e "*tanto minore sarà il grado di approssimazione cui esso è soggetto*"<sup>168</sup>. Dopo aver effettuato tali previsioni, si esclude la possibilità che sviluppi futuri del contesto e dell'ambiente interno o esterno in cui l'impresa opera possano comportare modifiche, più o meno strutturali, della strategia aziendale adottata. Appare quindi

---

<sup>165</sup> A.K. Dixit, R.S. Pindyck, *Investment under Uncertainty*, Princeton University Press, Princeton, 1994; M. Amran, N. Kulatilaka, *Real Options: Managing Strategic Investment in an Uncertain World*, Harvard Business School Press, Boston, 1999; H. Smith, L. Trigeorgis, *Strategic Investment, Real Options and Games*, Princeton University Press, Princeton, 2004.

<sup>166</sup> Secondo Massari, il reddito prospettico di un'impresa risulta dalla somma della:

- capacità di reddito *steady state* (livello 1);
- incremento reddituale dovuto alla c.d. crescita inerziale (livello 2), garantito dagli investimenti già sostenuti ma di cui non si sono ancora ottenuti, in tutto o in parti, i guadagni connessi;
- incremento reddituale dato dalla c.d. crescita potenziale (livello 3), inteso come il valore attuale netto delle possibilità di investimento future, cioè non ancora intraprese.

<sup>167</sup> Sono definite opzioni reali quelle opzioni "*che consentono di modificare, differire, accrescere o abbandonare un progetto*" (R.A. Brealey, S.C. Myers, 2007), tra cui le opzioni di espansione, di abbandono, di differimento, di conversione, di sospensione, di lancio, di apprendimento.

<sup>168</sup> L. Guatri, *La qualità delle valutazioni. Una metodologia per riconoscere e misurare l'errore*, Egea, Milano, 2007.

evidente come i metodi tradizionali risultino particolarmente adatti per la valutazione di imprese già avviate e operanti in contesti relativamente sicuri e stabili. Tuttavia, nella maggior parte delle realtà aziendali, il *management* è continuamente soggetto a pressioni e stimoli da parte dei cambiamenti e dell'evoluzione del mercato, a cui deve saper prontamente rispondere, sfruttando le opportunità di innovazione e di crescita, al fine della sopravvivenza stessa dell'impresa nell'agone competitivo. Da questo punto di vista gli approcci tradizionali rischiano di risultare inadeguati, tralasciando la valorizzazione degli ostacoli e delle opportunità future, su cui si basa una consistente frazione del valore intrinseco di un gran numero di imprese. Proprio sulla base di queste considerazioni, è nato il sopramenzionato approccio delle "opzioni reali", che adatta la teoria e i metodi analitici di calcolo delle opzioni finanziarie alla valutazione degli *asset* reali. Il valore di un progetto o di un'azienda è sempre dato dalla somma fra il valore attuale netto dei flussi reddituali o di cassa previsti facendo esclusivamente riferimento alle condizioni attuali dell'impresa (*steady state*) e dal premio delle opzioni reali in futuro eventualmente esercitabili (c.d. "VAN esteso")<sup>169</sup>.

Nonostante la maggiore completezza dei valori potenziali, in grado di catturare più "leve" del valore di quanto non facciano le valutazioni del capitale economico<sup>170</sup>, nell'applicazione professionale il metodo delle opzioni innovative osserva ancora uno scarso impiego, nonostante tale approccio stia indubbiamente incontrando un interesse crescente, in special modo in ambito accademico. Fatto chiaramente spiegabile con la maggiore complessità e aleatorietà che caratterizza il calcolo del valore potenziale, peraltro potenzialmente facile vittima di considerazioni esclusivamente soggettive.

Infine, il valore attribuito dai singoli acquirenti a un'impresa, osservabile attraverso il prezzo di cessione, può differire anche significativamente dal valore economico del capitale non solamente in virtù delle ulteriori variabili che, come abbiamo visto precedentemente, interessano esclusivamente il prezzo e non il valore, ma anche in ragione della specifica prospettiva degli acquirenti stessi: si parla in tal caso di "valore soggettivo" del capitale. Il *gap* esistente fra valore economico e valore soggettivo di un'impresa è spiegabile attraverso la considerazione delle aspettative dell'acquirente circa i potenziali vantaggi derivanti dall'integrazione aziendale, quali:

- l'incremento della propria quota di mercato e/o l'eliminazione di un potenziale concorrente, così come l'ingresso in nuovi mercati (sinergie di mercato);
- l'ottenimento di economie di scala e di scopo (sinergie di efficienza operativa);
- il miglioramento della struttura finanziaria e del rapporto di indebitamento, con conseguente riduzione del costo del debito (sinergie finanziarie);

---

<sup>169</sup> L. Trigeorgis, *Real Options: Managerial Flexibility and Strategy in Resources Allocation*, The MIT Press, Cambridge, 1996.

<sup>170</sup> L. Guatri, M. Bini, *op.cit.*, p. 49.

- la riduzione della pressione fiscale, nel caso della costituzione di gruppi multinazionali con decentramento del reddito nel paese sottoposto alla meno rigida legislazione tributaria (sinergie fiscali);
- l'attenuazione del rischio nella nuova realtà creatasi a seguito dell'integrazione aziendale rispetto al rischio specifico delle imprese separatamente considerate, specialmente in termini di volatilità dei flussi, date le maggiori dimensioni e la possibile diversificazione geografica e produttiva.

Sinteticamente<sup>171</sup>:

$$[4] \quad W_{Acquisizione} = W_{Stand\ alone} + W_{Diff.\ flussi} + W_{Diff.\ rischio} + W_{Diff.\ struttura\ finanziaria}$$

dove:

$W_{Diff.\ flussi}$  = maggior valore derivante dai flussi incrementali grazie ai fenomeni di sinergia (di mercato, di efficienza operativa, fiscale);

$W_{Diff.\ rischio}$  = maggior valore derivante dall'attenuazione del rischio;

$W_{Diff.\ struttura\ finanziaria}$  = maggior valore derivante dalla riduzione dei costi di finanziamento (sinergia finanziaria).

## 2.3 I pilastri del processo valutativo: la base informativa e l'analisi fondamentale

### 2.3.1 La base informativa

Necessario punto di partenza per il giudizio su qualsiasi dimensione aziendale è una profonda conoscenza della realtà dell'impresa considerata. Così, ad esempio, ai fini della valutazione del merito creditizio, nell'ottica dell'eventuale concessione di finanziamenti da parte di un istituto bancario, il gestore del rapporto con l'impresa non si ferma esclusivamente a una passiva analisi delle garanzie presentate, ma dedica tempo e risorse alla visita del plesso aziendale e ai colloqui con l'imprenditore, al fine di acquisire e verificare più informazioni rilevanti possibili. *A fortiori*, affinché un processo di valutazione d'impresa possa dirsi efficace, possa cioè restituire dei risultati affidabili e dimostrabili, è imprescindibile, indipendentemente dal modello adottato, un'intima comprensione delle dinamiche aziendali e delle leve del valore, ottenibile attraverso la raccolta e l'analisi delle informazioni.

La base informativa deve perciò essere costruita riponendo la massima attenzione sulla qualità e la correttezza dei dati ottenuti. Si è soliti, ai fini di una maggiore efficienza, distinguere le informazioni rilevanti in informazioni interne ed esterne all'azienda. Le prime vanno ricercate e raccolte all'interno della realtà aziendale considerata, facendo a questa esclusivo riferimento (documenti contabili, visure camerali, budget e piani pluriennali, indagini e interviste al *management* e ai dipendenti); le seconde si riferiscono invece al settore e al contesto ambientale in cui opera l'azienda (l'andamento del mercato, l'individuazione e la

---

<sup>171</sup> M. Massari, L. Zanetti, *Valutazione finanziaria*, McGraw-Hill, Milano, 2004.

situazione dei *competitor*, l'evoluzione dell'inflazione e dei tassi d'interesse) e sono dunque ottenibili attraverso la consultazione di banche dati pubbliche e private, indagini statistiche, documenti pubblicati da associazioni di categoria. Un'ulteriore possibile classificazione è quella che suddivide le informazioni raccolte in dati qualitativi e dati quantitativi. La ricostruzione dell'immagine qualitativa dell'impresa rappresenta il momento di ricerca propedeutico a tutte le altre fasi del processo valutativo; è rappresentata dalla risposta alle seguenti domande, che potremmo definire "le due C dell'indagine qualitativa":

- chi è: individuazione dell'azienda oggetto della valutazione, attraverso l'approfondimento di una serie di informazioni sulla stessa (storia, sviluppo, operazioni straordinarie e mutamenti di scenario, struttura organizzativa) e sui soggetti che ne influenzano l'attività (soci, *manager*, quadri, dipendenti, fornitori, clienti). È infatti fondamentale, ai fini di una corretta valutazione, svolta tenendo conto di tutti i fattori rilevanti, cioè in grado di influenzare la capacità reddituale prospettica dell'azienda, individuare, ad esempio, il perimetro del gruppo (giuridico e/o economico) cui l'impresa appartiene, i rapporti esistenti fra gli azionisti, i sistemi di organizzazione e controllo adottati.
- che cosa fa: approfondimento sull'attività effettivamente esercitata, in termini di *core business*, *strategic business unit* (SBU), *vision*, *mission*, strategia realizzata, sistema competitivo, struttura produttiva.

Nonostante, come abbiamo sopra evidenziato, la costruzione di un'adeguata base informativa costituisca le necessarie fondamenta per ogni valutazione aziendale, qualunque ne sia lo scopo e l'oggetto, così come il metodo impiegato, è ragionevole affermare che la profondità e la composizione delle informazioni e dei dati raccolti siano invece da tali fattori influenzate. È quindi possibile differenziare la struttura della base informativa a seconda che questa supporti una valutazione assoluta o una valutazione relativa (Tabella 2.2). Le valutazioni effettuate in occasione di operazioni di acquisizione/cessione necessiteranno, invece, di ulteriori informazioni che tengano conto dei potenziali effetti derivanti dall'integrazione aziendale<sup>172</sup>.

---

<sup>172</sup> Ci riferiamo ai potenziali "latenti" o "dormienti" insiti in tale tipo di operazioni, quindi del valore delle sinergie e delle opzioni differenziali.

Tabella 2.2: La raccolta delle informazioni rilevanti

1. Base informativa per le valutazioni assolute	
a) Analisi strategica	Quadro macroeconomico Quadro di settore Analisi delle risorse e delle competenze: - corporate - di aree strategiche d'affari (SBU)
b) Analisi storica	Quadro storico dei risultati: - contabili - finanziari - economici
c) Informazione per i tassi	Banche dati per i beta Rendimenti di portafoglio Tassi senza rischio Misure storiche e prospettiche per l'ERP Misure del fattore di crescita "g"
d) Informazione patrimoniale	Attività materiali Intangibili specifici Attività e passività finanziarie
d) Piani pluriennali	Piani formalizzati Vincoli alla pianificazione
2. Base informativa per le valutazioni relative	
A) Società comparabili	Banche dati di società comparabili Profili delle società comparabili Informazioni sulle aziende di settore
B) Transazioni comparabili	Banche dati per transazioni comparabili Informazioni sulle operazioni Informazioni sulle società-target

Fonte: L. Guatri, M. Bini, *op.cit.*, p. 47.

Una particolare attenzione merita la predisposizione dei piani pluriennali. I metodi di valutazione assoluti, come già detto, restituiscono il valore del capitale economico di un'impresa attraverso l'attualizzazione dei flussi (redditali o di cassa) futuri. Di primaria importanza dunque, ai fini di un'efficace applicazione di tali metodi, è la previsione dei flussi attesi nel medio-lungo termine e del rischio di manifestazione di tali flussi, riflesso nei tassi di sconto. L'attività di pianificazione aiuta a comprendere la situazione attuale e la possibile dinamica di evoluzione nel tempo dei c.d. "key driver" del valore dell'impresa.

Lo sviluppo di un serio e coerente<sup>173</sup> piano pluriennale da parte del *management* dell'impresa aiuta l'esperto esterno a formulare una proiezione efficiente e dunque a giungere a una valutazione il più affidabile possibile.

### 2.3.2 L'analisi fondamentale

Ulteriore tappa fondamentale è rappresentata dalla c.d. "analisi fondamentale", fondamentale ai fini della costruzione di un processo valutativo efficace, rappresentando il momento propedeutico alla previsione dei flussi attesi che permette di sistematizzare, coordinare, verificare, studiare, approfondire, decifrare, perfezionare ed eventualmente correggere i dati e le informazioni precedentemente raccolte.

Naturalmente, la profondità e la struttura di tale analisi varia a seconda del fine per il quale viene effettuata, ovvero che si riferisca a una valutazione assoluta o relativa. Per quanto riguarda i metodi indiretti<sup>174</sup>, particolarmente valida appare l'impostazione suggerita da Guatri, che scompone l'analisi fondamentale in<sup>175</sup>:

- analisi di attendibilità del dato contabile: il bilancio d'esercizio, in particolare quello costruito secondo le disposizioni civilistiche, come noto, è condizionato da alcuni limiti in grado di ridurne significativamente la valenza e l'utilità ai fini della proiezione dei dati futuri e dunque di una corretta valutazione. Primo, evidente, limite è dato dall'intempestività dell'informazione contabile, in particolare di quella ricavabile attraverso il Conto Economico, che si rende disponibile diversi mesi dopo la sua manifestazione<sup>176</sup>. Per supplire a questa deficienza, la stragrande maggioranza delle imprese di grandi-medie dimensioni, e la totalità di quelle quotate, redigono bilanci intermedi, con cadenza semestrale, trimestrale o addirittura mensile; di contro, trattandosi di documenti non approvati né depositati, presentano grosse incognite in merito all'attendibilità dei dati forniti.

Indispensabile è inoltre la normalizzazione dei dati contabili storici, quindi la neutralizzazione delle politiche di bilancio distorsive. Con riferimento alla prima è necessario eliminare o "spalmare" nel tempo gli effetti derivanti da ricavi e costi straordinari, vale a dire non ripetibili, al fine di non influenzare erroneamente, gonfiando o deprimendo, le previsioni future. Si deve quindi cercare di isolare le informazioni economiche relative alla sola gestione caratteristica. Particolarmente rilevante, ai fini della nostra analisi, è la considerazione secondo cui: "*un caso particolare di costi non attinenti*

---

<sup>173</sup> Perché un piano sia coerente, questo non deve essere altro che una corretta sintesi analitica della strategia individuata dal *management* a partire dalla condizione attuale dell'impresa. Ad una sua efficace implementazione devono essere inoltre rivolti i più concreti e sinceri sforzi del *management* stesso e dell'intero sistema aziendale.

<sup>174</sup> L'analisi fondamentale applicata alle valutazioni relative, al fine di rendere maggiormente coerente la trattazione, sarà separatamente considerata nel paragrafo 1.4, a queste dedicato.

<sup>175</sup> L. Guatri, M. Bini, *op.cit.*, p. 70.

<sup>176</sup> Ex Art. 2364, comma 2, c.c.: "*L'assemblea ordinaria deve essere convocata almeno una volta l'anno, entro il termine stabilito dallo statuto e comunque non superiore a centoventi giorni dall'esercizio sociale. Lo statuto può prevedere un maggior termine, comunque non superiore a centottanta giorni [...]*". Ex. Art. 2369, comma 2, c.c.: "*[...] Se il giorno per la seconda convocazione non è indicato nell'avviso, l'assemblea deve essere riconvocata entro trenta giorni dalla prima [...]*". Appare dunque chiaro come il bilancio di una società potrebbe non essere disponibile prima del luglio dell'anno successivo a quello rispetto a cui è riferito.

la gestione è rappresentato, nelle aziende familiari o a ristretta base azionaria, da compensi eccessivi, rispetto alla norma, corrisposti ai manager-azionisti”<sup>177</sup>.

Altra considerazione fondamentale è rappresentata dall’esigenza di correggere i dati riportati in bilancio in virtù dell’applicazione di principi di redazione che, rispondenti a determinate finalità ritenute degne di tutela dal Codice Civile, alterano tuttavia i risultati: si fa in particolare riferimento al principio della prudenza (Art. 2423-bis c.c.), regola “asimmetrica” posta a tutela dei creditori aziendali secondo la quale gli utili soltanto sperati non devono essere riportati al conto economico a influire sul reddito d’esercizio, mentre i costi, anche se soltanto temuti, devono trovarvi collocazione;

- analisi correttiva delle poste patrimoniali: l’analisi patrimoniale ha come oggetto la revisione e correzione dei dati contabili al fine di pervenire alla stima dei valori correnti delle attività e delle passività di bilancio. Qualora non sia possibile ravvisare un mercato un prezzo di mercato per i beni da valutare (a causa di deperimento fisico o di intervenuta obsolescenza), è possibile ricorrere ai criteri del costo di ricostruzione<sup>178</sup> e del costo di sostituzione (o rimpiazzo)<sup>179</sup>.

Informazione patrimoniale fondamentale per le valutazioni *asset side*, e in generale per ogni indagine sulla salute di un’azienda, è rappresentata dalla c.d. “posizione finanziaria netta”, definita come:

$$[5] \quad PFN = P_f - A_{fl}$$

dove:

$P_f$  = passività finanziarie;

$A_{fl}$  = attività finanziarie liquide (*i.e.* cassa, depositi bancari, titoli non immobilizzati).

- analisi integrativa dei risultati contabili: il risultato espresso dal bilancio di esercizio non coincide con il vero risultato economico di un’impresa. Infatti, oltre alle politiche contabili distorsive analizzate sopra, le informazioni espresse dal bilancio falliscono nella rilevazione della dinamica del valore dei beni intangibili. Tale lacuna è in grado di limitare profondamente la correttezza e la valenza informativa del dato espresso dal reddito contabile: un’impresa che crea valore intangibile attraverso l’investimento in aree quali il *marketing* e la R&S vede sottostimati i propri risultati correnti, a causa della contabilizzazione di tali investimenti come costi. Il metodo del “Risultato Economico Integrato” (REI), prendendo in considerazione sia il risultato d’esercizio normalizzato che la variazione di valore degli *asset*, tangibili e intangibili, inesprese contabilmente, manifestatesi nel periodo in esame, è in grado di superare tale problema:

$$[6] \quad REI = E + \Delta BI + \Delta PL$$

---

<sup>177</sup> L. Guatri, M. Bini, *op.cit.*, p. 72.

<sup>178</sup> Costo di ricostruzione: costo, stimato a prezzi correnti, della riproduzione del bene considerato, attraverso l’utilizzo di identici materiali, tecnologie, schemi esecutivi.

<sup>179</sup> Costo di sostituzione: costo necessario al rimpiazzo (attraverso costruzione o acquisto) del bene in uso con altro bene in grado di sostituirlo svolgendo, con simile rendimento, la medesima funzione all’interno dell’azienda.

dove:

$E$  = reddito d'esercizio normalizzato;

$\Delta BI$  = variazione del valore degli intangibili;

$\Delta PL$  = variazione netta delle plusvalenze e delle minusvalenze latenti;

- analisi di affidabilità dei piani: come detto precedentemente, gran parte dell'attendibilità delle valutazioni aziendali dipende dalla correttezza e coerenza con cui vengono costruiti i piani pluriennali. Nonostante il piano debba necessariamente avere origine all'interno della realtà aziendale, e debba essere quindi elaborato dal *management* dell'impresa, ciò non preclude affatto al valutatore esterno la possibilità di verificarne l'affidabilità delle *assumptions* ed eventualmente di introdurre vincoli ed elementi correttivi. Sempre secondo Guatri e Bini, i giudizi sulle ipotesi sottostanti un piano industriale devono essere formulati con riguardo alla loro "*affidabilità/credibilità, coerenza con le capacità e con i mezzi di cui l'impresa dispone, compatibilità con l'evoluzione dello scenario esterno e dei mercati in cui l'impresa opera, coerenza interna e dimostrabilità*", e in riferimento alla verifica della effettiva capacità di implementazione del piano stesso<sup>180</sup>;
- analisi prospettica: il bilancio pro forma consiste nella traduzione in dati contabili delle *assumptions* sui futuri sviluppi dell'impresa contenute nei piani pluriennali. Si compone quindi dei prospetti fondamentali di un qualsiasi bilancio d'esercizio: stato patrimoniale, conto economico, rendiconto finanziario. Solitamente l'analisi pro forma porta all'elaborazione di prospetti contabili caratterizzati da un modesto livello di dettaglio e di profondità. All'aumentare delle voci riportate, e quindi della puntualità numerica delle stesse, corrisponde un incremento delle ipotesi assunte, e dunque una maggiore probabilità che alcune di queste vengano disattese: oltre all'onerosità che comporta tale approccio, la ricerca di eccessiva esattezza spesso conduce a un'accuratezza solamente apparente, "*che può essere completamente al di fuori delle reali possibilità*"<sup>181</sup>. Particolarmente utile appare anche l'analisi dei *trend* storici dei principali indicatori del bilancio, al fine di meglio prevedere i potenziali sviluppi futuri di tali grandezze, così come il confronto con le altre aziende operanti nel settore di riferimento dell'impresa da valutare, in particolare con quelle più simili in termini di dimensione, tasso di crescita, grado di rischio, condizioni competitive.
- analisi dei rischi: applicazione dei diversi criteri e modelli indispensabili per l'analisi e la stima, perfezionata attraverso ulteriori interventi correttivi e "aggiustamenti", dei beta delle varie SBU dell'impresa, dell'*enterprise risk premium* (ERP), del *country risk premium*, al fine dell'individuazione del tasso di attualizzazione più corretto possibile da utilizzare nella valutazione.

---

<sup>180</sup> L. Guatri, M. Bini, *op.cit.*, p. 79.

<sup>181</sup> L. Guatri (2007), *op.cit.*, p. 36.

## 2.4 Le valutazioni assolute

Gli approcci assoluti, o indiretti, alla valutazione aziendale si fondano, come noto, sull'applicazione di modelli e formule che consentano di tenere in adeguata considerazione le grandezze che determinano il valore dell'impresa (*key drivers*) traducendole in variabili coerentemente coordinate fra loro.

L'indiscusso punto di forza delle valutazioni assolute è dunque costituito dalla loro razionalità, basandosi su un'espressione logico-matematica coerente e universalmente accettata. La "formula generale" dell'approccio assoluto, "esprime per definizione il massimo grado di razionalità", è<sup>182</sup>:

$$[7] \quad W_0 = \sum_{s=1}^N F_s v_s$$

dove:

$N \rightarrow \infty$ ;

$F_s$  = flusso che si realizzerà nel periodo  $s$ ;

$v_s = F_s / (1+r_s)^s$  fattore di sconto del flusso del periodo  $s$ .

Il valore del capitale dell'impresa è dunque definito come la somma dei flussi futuri attualizzati tenendo conto del rischio cui questi sono soggetti.

La formula generale, così come definita dalla [7], è tuttavia puramente astratta: si fonda infatti sulla previsione di una serie analitica di flussi annuali protratta a tempo indefinito, e dunque è limitata dall'impossibilità del suo utilizzo nella pratica. Di conseguenza risulta necessario introdurre ipotesi e assunti che semplifichino la formula generale e ne rendano accessibile l'applicazione concreta. I differenti modelli di valutazione assoluta che ne scaturiscono "non possono tuttavia prescindere da un confronto con la 'formula generale', della quale costituiscono semplificazioni, ma alla quale devono pur sempre essere rapportati al fine di stabilirne la fondatezza logica"<sup>183</sup>.

I diversi metodi assoluti di valutazione si differenziano in base alla definizione data alle variabili descritte dall'equazione [7]:

- il valore dell'impresa  $W_0$  e il tasso di attualizzazione  $v_s$ : il valore del capitale può essere stimato direttamente, attraverso un approccio *equity side*, considerando i flussi che spettano ai soli azionisti, attualizzati attraverso un tasso che tenga conto esclusivamente del costo del capitale proprio,  $r_e$ , oppure in modo indiretto, calcolando prima il capitale operativo e detraendo da questo il valore della posizione finanziaria netta<sup>184</sup>. Nel secondo approccio, definito *asset side*, si considerano tutti i flussi generati

---

<sup>182</sup> L. Guatri (2007), *op.cit.*, pp. 71-73.

<sup>183</sup> L. Guatri, *ibid.*

<sup>184</sup> *Equity Value = Asset (o Enterprise) Value – PFN*

dall'attività dell'impresa, indipendentemente dal fatto che questi spettino ai soci o ai creditori, e si utilizza come fattore di sconto il costo medio ponderato del capitale,  $r_{wacc}$ <sup>185</sup>.

- i flussi  $F_s$ : gli importi oggetto della previsione possono essere di natura reddituale (redditi operativi, redditi netti), finanziaria (dividendi, *equity cash flows*, *free cash flows*, *capital cash flows*), ovvero mista reddituale-finanziaria (redditi economici, redditi residuali, *economic value added*).
- l'ampiezza del periodo di previsione esplicita  $N$ : la formula generale, come visto sopra, ipotizza che  $N$  tenda all'infinito. Tuttavia, nella realtà valutativa, per ovvie ragioni di praticabilità, nel caso in cui la vita aziendale abbia durata indefinita, viene solitamente posto  $N < \infty$ , da cui deriva l'equazione:

$$[8] \quad W_0 = \sum_{s=1}^N F_s v_s + W_N v_N$$

In cui  $TV_N$  è il valore "terminale" dell'impresa al momento  $N$ , definito come:

$$[9] \quad TV_N = \sum_{s=N+1}^{\infty} F v_s = \frac{F}{v_{N+1}}$$

dove:

$F$  = flusso annuale medio-normale dal periodo  $N+1$  in poi.

Su una corretta determinazione del valore finale  $TV_N$  si gioca buona parte della qualità della valutazione e della correttezza della stima cui questa perviene. Infatti, l'affidabilità di un modello valutativo può essere definita come "la capacità del modello di catturare i flussi di risultato rilevanti ai fini dell'apprezzamento, nel terminal value, della reale capacità dell'impresa di generare dividendi oltre l'orizzonte di previsione analitica"<sup>186</sup>. L'affidabilità della valutazione, dunque, è tanto maggiore quanto minore è la volatilità dei flussi generati dall'impresa e quanto inferiore è il peso attribuito al  $TV$  rispetto al totale del valore aziendale. Infatti, se è vero che la correttezza (intesa come probabilità di effettiva realizzazione) delle previsioni dei flussi futuri è inversamente proporzionale alla distanza temporale cui queste sono riferite, allora un modello che attribuisce una rilevanza eccessiva al *terminal value* potrebbe essere esposto a un grado di incertezza non accettabile.

---

<sup>185</sup> Il WACC (*Weighted Average Cost of Capital*), a partire dagli studi di F. Modigliani e M. Miller (*The Cost of Capital, Corporate Finance, and the Theory of Investment*, American Economic Review, 48(3), 1958; *Corporate income taxes and the cost of capital: a correction*, American Economic Review, 53(3), 1963) è definito come:

$$r_{wacc} = r_e * \frac{E}{E + D} + r_d * (1 - t) * \frac{D}{E + D}$$

<sup>186</sup> L. Guatri, M. Bini, *op.cit.*, p. 292.

Come vedremo, accanto ai metodi analitici di valutazione, e a quelli analitici con valore finale, si collocano i c.d. metodi sintetici che si basano sulla definizione di un flusso atteso, reddituale o monetario, medio-normale costante, ovvero corretto per un fattore di crescita annuale costante “g”.

Ulteriore punto di forza dei metodi indiretti è garantito dalla loro universalità: l’utilizzo dei metodi assoluti è infatti coerente con qualsiasi tipo di valutazione aziendale, cioè indipendentemente dallo scopo per cui questa viene effettuata. Inoltre, nonostante il sempre maggiore ricorso, osservato negli ultimi decenni, ai metodi relativi basati sui multipli, i criteri assoluti costituiscono ancora oggi una base imprescindibile nel processo di valutazione aziendale, come dimostrato dalla loro notevolissima diffusione, seppur con intensità e pervasività differente in ogni paese, fra gli addetti ai lavori, indipendentemente dalla categoria cui questi appartengano (mondo accademico o professionale).

#### 2.4.1 Il modello reddituale

Il criterio reddituale, ancora oggi il modello più diffuso di valutazione nei paesi non anglosassoni, in particolare in quelli a trazione renano-nipponica, è tradizionalmente utilizzato per valutazioni di tipo *equity side*, nonostante, come vedremo, possa essere facilmente aggiustato anche per valutazioni *asset side*.

Punto di partenza essenziale è costituito dai risultati storici di bilancio, alla base del processo di proiezione dei flussi economici futuri. Tuttavia, considerata l’inadeguatezza e l’inaffidabilità dei dati contabili, è assolutamente necessario sottoporre quest’ultimi a un processo di revisione e rettifica, coerentemente con quanto visto precedentemente. In altre parole, è fondamentale trasformare il flusso contabile in un flusso economico che tenga affidabilmente conto delle sole componenti reddituali rilevanti ai fini del procedimento valutativo.

Potrebbe inoltre risultare conveniente, a seconda della tipologia di reddito presa come riferimento, procedere a una riclassificazione del conto economico attraverso il criterio della pertinenza gestionale dei costi e dei ricavi<sup>187</sup>.

Le formule per il calcolo del valore del capitale economico d’impresa, nell’ambito del metodo reddituale *equity side*, si differenziano a seconda dell’approccio adottato ai fini della determinazione dei risultati

<sup>187</sup> Il conto economico gestionale divide le componenti positive e negative di reddito a seconda delle aree che le hanno prodotte, in modo da poter considerare separatamente i diversi risultati:

$$\begin{array}{r}
 \text{Ricavi operativi} \\
 - \text{Costi operativi} \\
 \hline
 = \text{Risultato operativo} \\
 \pm \text{Risultato extra-operativo} \\
 \hline
 = \text{EBIT normalizzato} \\
 \pm \text{Risultato straordinario} \\
 \hline
 = \text{EBIT integrale} \\
 - \text{Oneri finanziari netti} \\
 \hline
 = \text{Risultato lordo dell'esercizio} \\
 - \text{Imposte} \\
 \hline
 = \text{Risultato netto dell'esercizio}
 \end{array}$$

economici futuri e dell'orizzonte temporale considerato. Quelle che osservano un maggior utilizzo nella pratica sono le:

- a) formule della rendita perpetua: le più agevolmente applicabili, si basano sulla definizione di un reddito medio atteso  $E[R]$  da proiettare per un futuro infinito:

$$[10] \quad W_0 = \frac{E[R]}{r_e}$$

o sull'individuazione di un fattore  $g$  che esprima realisticamente la capacità di crescita dei risultati correnti dell'impresa:

$$[11] \quad W_0 = R_0 * \frac{1 + g}{r_e - g}$$

- b) formule con impiego del *terminal value*: attraverso la scomposizione dei flussi reddituali in un periodo di previsione analitica e in uno di previsione sintetica:

$$[12] \quad W_0 = \sum_{s=1}^N R_s v_s + TV_N v_N$$

o attraverso la scomposizione in tre periodi, uno di previsione analitica, uno di previsione sintetica a mezzo del reddito medio atteso, uno di previsione sintetica tramite il *terminal value*<sup>188</sup>:

$$[13] \quad W_0 = \sum_{s=1}^M R_s v_s + \sum_{t=M+1}^N E[R] v_t + TV_N v_N$$

Basandosi sulla c.d. teoria dei "flussi lordi", secondo cui il valore di un'impresa deve essere calcolato prescindendo dagli effetti sul reddito derivanti dalla sua struttura finanziaria, le valutazioni reddituali di tipo *asset side* devono necessariamente adattare le formule appena viste approntando le seguenti modifiche:

- vengono utilizzati i flussi reddituali spettanti alla totalità dei finanziatori (*i.e.* azionisti e creditori), quindi prima degli oneri finanziari netti, di cui possono far parte componenti sia positivi che negativi afferenti la gestione finanziaria. il risultato tipicamente adottato, specie nel calcolo del *terminal value*, è rappresentato dal *Net Operating Profit After-Taxes*:

$$[14] \quad NOPAT = EBIT * (1 - Tax Rate) = (Ricavi - Costi - Ammortamenti) * (1 - t)$$

---

<sup>188</sup> Accanto a quelle proposte, esiste un'ulteriore tipologia di formule che ipotizzano una durata di vita limitata dell'impresa, ipotesi accettabile in considerazione del maggiore grado di incertezza delle previsioni dei flussi relativi a periodi lontani nel futuro e del decrescente peso di tali flussi sul valore attuale, data l'ingente decurtazione dovuta al fenomeno dell'attualizzazione.

con *Tax Rate* pari all'aliquota marginale d'imposta;

- il *weighted average cost of capital*,  $r_{wacc}$ , deve sostituire il *cost of equity*,  $r_e$ , come tasso di attualizzazione<sup>189</sup>;
- l'*equity value* è quindi calcolato indirettamente attraverso la sottrazione della PFN all'*enterprise value* ottenuto.

#### 2.4.2 Il modello finanziario

Il criterio di valutazione finanziario si basa sulla previsione e l'attualizzazione dei flussi di cassa aziendali, ed è particolarmente utilizzato nei paesi anglosassoni e in determinati ambiti professionali, tipicamente dalle *investment banks* e da alcune società di consulenza<sup>190</sup>. Teoricamente consistente, il criterio finanziario viene spesso preferito al modello reddituale in virtù della sua supposta maggiore oggettività, garantita dalla minore esposizione dei flussi monetari rispetto ai risultati reddituali alle politiche potenzialmente distorsive di bilancio (secondo il famoso adagio per cui "il profitto è un'opinione, la cassa è un fatto")<sup>191</sup>. Tuttavia, come evidenziato dal Guatri<sup>192</sup>, rappresenta questo un vantaggio solo apparente, considerata l'inevitabile necessità di procedere a stime, parzialmente soggettive, anche ai fini della determinazione dei *cash flows*. Inoltre i flussi di cassa sono decisamente più volatili rispetto al reddito. Da ciò deriva l'inaffidabilità dei flussi monetari correnti quale base per la previsione dei flussi futuri di medio-lungo termine: un intenso e profondo processo di normalizzazione è requisito indefettibile ai fini di pervenire a una corretta stima del valore di un'impresa attraverso un modello di valutazione finanziario<sup>193</sup>. Lo sforzo richiesto ai fini della normalizzazione dei flussi può essere tanto dispendioso, in termini di tempo richiesto e di costi da sostenere, da condurre spesso, specialmente nella stima del valore terminale, all'adozione di criteri misti di natura reddituale-finanziaria. Nonostante le difficoltà implicite nel suo impiego, è tipicamente preferibile il ricorso al modello finanziario quando si presenti la necessità di valutare imprese che si trovano in due fasi opposte del ciclo della vita aziendale:

- imprese in forte crescita che tuttavia allo stato attuale registrano ancora utili modesti o perdite: data l'impossibilità di valutare tali aziende facendo riferimento ai flussi reddituali (soprattutto se quest'ultimi risultino negativi), i criteri applicabili si restringono al metodo dei multipli e al metodo finanziario. Generalmente, infatti, i *cash flows* anticipano i profitti nel raggiungimento e superamento della soglia di pareggio;

---

<sup>189</sup> Cfr. nota 55.

<sup>190</sup> Specularmente al modello reddituale, quello finanziario è solitamente impiegato per valutazioni di tipo *asset side*.

<sup>191</sup> Come per ogni altro criterio assoluto, la qualità del modello finanziario va valutata con riferimento alla sua affidabilità (intesa come abilità nel tenere in considerazione tutte le leve rilevanti nella determinazione del valore) e alla sua coerenza con le formule teoriche generali.

<sup>192</sup> L. Guatri, M. Bini, *op.cit.*, p. 293.

<sup>193</sup> Un'eccezione è costituita dal caso delle c.d. imprese *steady state*, imprese mature con ricavi e flussi di cassa costanti e con investimenti limitati alla necessità del mantenimento degli *asset* nella condizione attuale, e quindi più o meno corrispondenti agli ammortamenti.

- imprese in declino: prive di potenzialità di crescita, con gli stessi *assets* in essere che spesso forniscono rendimenti inferiori al loro costo del capitale, con margini negativi o comunque in contrazione (c.d. *value destroying*), inevitabilmente destinate a cessare la propria attività. Come avviene con riferimento a qualsiasi *asset* a vita limitata, si impiegano i *cash flows*, piuttosto che i risultati reddituali, come flussi rilevanti ai fini della valutazione di un'impresa con prospettiva di vita definita.

Il flusso di cassa disponibile per l'impresa (*free cash flow*), nell'ipotesi di un'azienda *unlevered*, cioè finanziata esclusivamente con capitale proprio, può essere calcolato direttamente, attraverso la formula:

$$[15] \quad FCF = (Ricavi - Costi) * (1 - Tax Rate) - CapEx - \Delta CCN + t \times Ammortamenti$$

dove:

*CapEx* (*Capital Expenditures*) = Investimenti – Disinvestimenti;

$\Delta CCN$  = variazione di Capitale Circolante Netto<sup>194</sup>;

*Tax Rate* \* *Ammortamenti* = c.d. “*depreciation tax shield*”, risparmio fiscale che deriva dalla possibilità di dedurre gli ammortamenti; ne consegue che le spese di ammortamento hanno un impatto positivo sul flusso di cassa.

L' *unlevered cash flow* può essere viceversa calcolato indirettamente, attraverso previa stima del NOPAT, tenendo presente che:

- le spese per investimento (riga 11) costituiscono un'immediata uscita di cassa ma non vengono considerate come un costo unitario ai fini del calcolo dell'utile (vengono infatti ripartite fra i vari esercizi in base alla vita utile del bene e in base al metodo di ammortamento utilizzato);
- gli ammortamenti (righe 6 e 10) non rappresentano una spesa monetaria ma sono considerati come costi per la determinazione del reddito;
- la variazione del capitale circolante netto (riga 12), se positiva, deve essere portata a riduzione del flusso di cassa, viceversa se negativa, evidenziando un aumento dei debiti di funzionamento, deve rettificare in aumento il reddito contabile, in quanto sono stati considerati dei costi verso i fornitori che non hanno ancora avuto manifestazione finanziaria:

1	Ricavi
2	(CoGS)

<sup>194</sup> Il Capitale Circolante Netto (CCN) è definito come:

$$CCN = Attività correnti - Passività correnti = Cassa + Magazzino + Crediti commerciali - Debiti commerciali$$

Ogni aumento di CCN rappresenta un investimento che riduce le disponibilità liquide per l'impresa e dunque riduce il *free cash flow*.

3	Gross Profit
4	(SG&A)
5	(R&S)
6	(Ammortamenti)
7	<hr/> EBIT
8	(Imposte sul reddito)
9	<hr/> NOPAT (Reddito Unlevered)
10	Ammortamenti
11	(CapEx)
12	(ΔCCN)
13	<hr/> <b>Free Cash Flow (FCF)</b>

Il *Discounted Cash Flow* (DCF) è forse il metodo più utilizzato nelle valutazioni effettuate seguendo l'approccio finanziario. Le formule che dal DCF derivano, e riferite esclusivamente a valutazioni di tipo *asset side*, si differenziano a seconda che la stima degli *unlevered cash flows* sia sintetica ovvero analitica, similmente a quanto visto con riferimento al modello reddituale. Si possono così alternativamente impiegare<sup>195</sup>:

- a) formule con stima sintetica dei *free cash flows*, attraverso l'espressione della rendita perpetua:

$$[16] \quad W_0 = \frac{UCF_1 \times (1 - IR)}{r_{wacc} - g} - PFN$$

dove:

$IR$  = tasso di ritenzione dei flussi di cassa *unlevered* (=  $1 - \text{payout ratio}$ ).

- b) formule con stima analitica dei *free cash flows* per un determinato orizzonte temporale e con impiego del *terminal value*:

$$[17] \quad W_0 = \sum_{t=1}^N \frac{UCF_t}{(1 + r_{wacc})^t} + \frac{\frac{UCF_n \times (1 + g_{n+1}) \times (1 - IR)}{(r_{wacc} - g_{lt})}}{(1 + r_{wacc})^N} - PFN$$

dove:

$g_{lt}$  = tasso di crescita di lungo termine.

Finora abbiamo ipotizzato di considerare esclusivamente imprese con tasso di indebitamento pari a zero, al fine di valutare preliminarmente l'*enterprise value* attraverso l'attualizzazione dei *free cash flows* al tasso

<sup>195</sup> L. Guatri, M. Bini, *op.cit.*, p. 330.

medio ponderato del capitale (WACC), per poi giungere alla stima dell'*equity* attraverso la deduzione della posizione finanziaria netta. Infatti, partendo dal Teorema di Modigliani-Miller, quindi in assenza di costi di fallimento e asimmetrie informative, in un mercato efficiente l'unico effetto del ricorso al debito sul valore di un'impresa deriva dalla riduzione delle imposte dovuta alla deducibilità degli interessi<sup>196</sup>.

Un metodo di valutazione alternativo, che produce risultati identici a quelli ottenuti con il DCF, è rappresentato dal c.d. "Adjusted Present Value" (APV)<sup>197</sup> che determina il valore degli *asset* di un'impresa con *leverage* attraverso la somma del valore della stessa se considerata *all equity* con il maggior valore derivante dalla possibilità di dedurre fiscalmente gli oneri finanziari (c.d. *interest tax shield*):

$$[18] V^L = APV - V^U + VA(ITS)$$

dove:

$EV^L$  = *enterprise value* con *leverage*;

$EV^U$  = *enterprise value* di un'impresa con indebitamento nullo;

$VA(ITS)$  = valore attuale degli scudi di imposta derivanti dagli interessi sul debito.

A differenza del metodo del DCF, è necessario che l'APV utilizzi come tasso di sconto ai fini dell'attualizzazione dei *free cash flows* un costo medio ponderato del capitale che non tenga conto dell'imposizione fiscale (i cui effetti verranno infatti stimati separatamente attraverso il calcolo dell'*interest tax shield*): il c.d. "pre-tax WACC"<sup>198</sup>.

Nell'ipotesi in cui l'impresa mantenga un rapporto di indebitamento costante  $D/E = k$ , gli scudi fiscali futuri sono soggetti a un simile rischio a quello cui sono esposti i flussi di cassa aziendali, ed è quindi ragionevole scontare anche gli *interest tax shield* con lo stesso tasso di attualizzazione (*pre-tax WACC*)<sup>199</sup>.

Proprio perché utilizziamo lo stesso tasso di sconto, è inoltre possibile combinare le due grandezze, i *free cash flows* e i risparmi dello scudo fiscale, in modo da considerare un unico flusso, definito come *capital cash flow* (CCF). L'attualizzazione dei CCF rappresenta una variante del metodo APV, definita appunto "compresse APV"<sup>200</sup>:

<sup>196</sup> F. Modigliani, M. Miller, *op.cit.*

<sup>197</sup> Ipotesi fondamentale che poniamo in tutta la trattazione del metodo APV che segue è quella per cui l'impresa mantiene il tasso di indebitamento a un valore "target" costante.

<sup>198</sup> Il costo medio ponderato del capitale prima delle imposte sul reddito è definito come:

$$pretax\ r_{wacc} = r_e * \frac{E}{E + D} + r_d * \frac{D}{E + D}$$

<sup>199</sup> Ne deriva che:  $VA(ITS) = \sum_{t=1}^n \frac{ITS_t}{(1+pretax\ r_{wacc})^t}$

dove:

*interest tax shield* dell'anno  $t$ :  $ITS_t = I_t \times Tax\ Rate_t$ ;

interesse dell'anno  $t$ :  $I_t = r_d \times D_{t-1}$ .

Normalmente la stima degli ITS viene effettuata solo per il periodo di previsione analitica dei flussi.

<sup>200</sup> S. Kaplan, R. Ruback, *The Valuation of a Cash Flow Forecasts: An Empirical Analysis*, *Journal of Finance*, 50, 1995; R. Ruback, *Capital Cash Flows: A Simple Approach to Valuing Risky Cash Flows*, *Financial Management*, 31, 2002.

$$[19] \quad V^L = \text{Compressed APV} = \sum_{t=1}^n \frac{UCF_t + ITS_t}{(1 + \text{pretax } r_{wacc})^t}$$

Un ulteriore metodo finanziario, derivato indirettamente dal DCF, permette di calcolare invece direttamente il valore del capitale azionario attraverso una valutazione di tipo *equity side*: il c.d. “*Flow-to-Equity*” *Method* (FTE), che si basa sulla determinazione e previsione delle disponibilità liquide spettanti ai soli detentori del capital di rischio dell’impresa, quindi dopo aver considerato tutti gli incassi e i pagamenti dovuti alla gestione dei finanziamenti. I flussi rilevanti per il FTE sono dunque rappresentati dai *free cash flows to equity* (FCFE), che possono essere derivati direttamente dai FCF, attraverso la formula:

$$[20] \quad FCFE_t = FCF_t - (1 - Tax Rate_t) \times I_t + Indebitamento netto_t$$

ovvero indirettamente, attraverso previa stima del reddito netto d’esercizio:

1	Ricavi
2	(CoGS)
3	Gross Profit
4	(SG&A)
5	(R&S)
6	(Ammortamenti)
7	EBIT
8	(Interessi passivi)
9	Reddito Lordo
10	(Imposte sul reddito)
11	Reddito Netto
12	Ammortamenti
13	(CapEx)
14	(ΔCCN)
15	<i>Indebitamento Netto</i>
16	<b><i>Free Cash Flow to Equity (FCFE)</i></b>

Una volta determinanti i *free cash flows to equity* si procede alla loro attualizzazione, usando come tasso di sconto il costo del capitale proprio  $r_e$  e applicando formule del tutto simili a quelle viste sopra con riferimento al metodo DCF: si giunge così alla stima dell’*equity value* dell’impresa considerata.

### 2.4.3 Il modello patrimoniale

Il modello patrimoniale, oggi abbondantemente superato, ha per lungo tempo rappresentato, almeno fino ai primi anni '70 del secolo scorso, il metodo di gran lunga più utilizzato nell'ambito delle valutazioni aziendali, specie in Italia<sup>201</sup>. Il maggiore difetto dell'approccio patrimoniale è dovuto alla sua irrazionalità: il valore dell'impresa è stimato attraverso la differenza fra il valore corrente delle attività e delle passività, non tenendo assolutamente in considerazione, almeno nelle sue prime e più semplici formulazioni, della capacità futura dell'azienda di generare flussi reddituali o finanziari. Il modello patrimoniale non si presenta, quindi, in alcuno modo coerente con l'ipotesi-guida espressa dalla [7]. L'impresa è un sistema olistico: la somma dei valori delle sue singole componenti, separate dalla realtà aziendale di cui fanno parte, può non coincidere affatto con il valore dell'azienda unitariamente considerata. È pur vero che, come sostiene Guatri<sup>202</sup>, *“in un ideale situazione di equilibrio e di trasparenza i prezzi delle attività che compongono il capitale dovrebbero esprimere i valori attuali dei flussi reddituali o monetari che da loro promaneranno”*, ma la realtà è ben diversa: basti pensare al caso, a dire il vero abbastanza ricorrente, di società prive di qualsiasi speranza di generare utili futuri ma che ancora conservano ciclopici valori patrimoniali.

Nonostante dunque il suo superamento, si osserva tuttavia ancora un modesto ricorso al metodo patrimoniale, specialmente in determinati ambiti, e ciò in conseguenza di tre principali ragioni:

- la sua riconosciuta obiettività, in grado, talvolta, di porre l'irrazionalità tipica del modello in secondo piano;
- l'introduzione, nel c.d. “modello complesso” del valore dei beni intangibili;
- la crescente diffusione del c.d. “modello misto patrimoniale-reddituale”.

Il metodo patrimoniale semplice ha come obiettivo quello di determinare il valore del Capitale Netto Rettificato ( $K$ ), attraverso la revisione e la trasformazione in valori correnti del Patrimonio Netto di bilancio:

$$[21] \quad K = C + [(P_1 + P_2 + \dots) - (M_1 + M_2 + \dots)](1 - Tax Rate)$$

dove:

$C$  = capitale netto contabile;

$P_i$  = plusvalenza del bene  $i$ ;

$M_j$  = minusvalenza del bene  $j$ .

Il metodo patrimoniale complesso, invece, come accennato sopra, considera anche il valore dei beni intangibili specifici che non appaiono in bilancio ( $BI$ ), contribuendo a colmare parzialmente una significativa lacuna del modello semplice espresso dalla [21]:

$$[22] \quad K' = C + BI + [(P_1 + P_1 + \dots) - (M_1 + M_2 + \dots)](1 - Tax Rate)$$

---

<sup>201</sup> Cfr. paragrafo 2.1

<sup>202</sup> L. Guatri (2007), *op.cit.*, p. 75.

Il modello patrimoniale può essere efficacemente usato quale metodo di valutazione di un'impresa in tutte quelle situazioni in cui:

- l'attivo patrimoniale è rappresentato da beni valutabili isolatamente e singolarmente cedibili: si tratta dei casi in cui l'impresa “*appare come un mero involucro formale, non incidente sul valore dei beni immobili che essa contiene*”<sup>203</sup>, mancando l'interrelazione e l'interdipendenza fra i beni tipica della maggior parte dei sistemi aziendali;
- il valore funzionale coincide con il valore di liquidazione dei beni.

Il metodo patrimoniale è difatti di norma applicato alle società immobiliari e alle c.d. “*holding pure*”, società che non svolgono attività economica ma fungono da semplici contenitori dei beni e/o di società, non incidendo in alcun modo sul valore di questi ultimi.

Il modello misto patrimoniale-reddituale si fonda invece sulla somma fra il capitale netto rettificato  $K$  o  $K'$  (a seconda che vengano o meno considerato il valore degli intangibili specifici) e del valore dell'avviamento (*goodwill*), accertato attraverso l'attualizzazione dei flussi futuri di sovra-reddito calcolati analiticamente o sinteticamente (attraverso la determinazione del reddito differenziale medio). Di fondamentale importanza pratica e concettuale è inoltre l'ipotesi accolta in merito alla durata di produzione del sovra-reddito. Abbiamo così:

- a) formule con stima sintetica del sovra-reddito medio proiettato su un orizzonte temporale limitato:

$$[23] \quad W_0 = K + \sum_{i=1}^N \frac{(E[R] - r_e K)}{(1+r)^i}$$

- b) formule con stima sintetica del sovra-reddito medio proiettato su un orizzonte temporale illimitato:

$$[24] \quad W_0 = K + \frac{E[R] - r_e K}{r}$$

- c) formule con stima analitica dei sovra-redditi:

$$[25] \quad W_0 = K + \sum_{i=1}^N \frac{(R_i - r_e K)}{(1+r)^i}$$

Ai fini della determinazione del tasso di attualizzazione del sovra-reddito ( $r$ ) nella pratica viene spesso seguita la regola per cui:

---

<sup>203</sup> L. Guatri, M. Bini, *op.cit.*, pp. 112-113.

- se  $(R_i - r_e K) < 0 \rightarrow r$  è pari al tasso *risk free* osservato sui titoli di stato a lungo termine ( $r_f$ );
- se  $(R_i - r_e K) > 0 \rightarrow r$  è pari al costo del capitale dell'impresa ( $r_e$ ).

Dalle formule sopra proposte derivano ulteriori approcci valutativi, alcuni dei quali (come l'MVA<sup>204</sup>) hanno conosciuto una certa diffusione nella pratica professionale. Dedicare ulteriori approfondimenti ai criteri di valutazione patrimoniale esula tuttavia dagli obiettivi del nostro elaborato.

Concludiamo quindi il paragrafo osservando in quali ambiti e per quali scopi il modello misto reddituale-patrimoniale possa essere applicato con successo e risultare più adatto degli altri metodi valutativi. Si tratta dei casi in cui tale modello viene utilizzato per<sup>205</sup>:

- verificare redditualmente, attraverso una procedura agile e snella, la consistenza del valore ottenuto preliminarmente attraverso la stima analitica delle poste patrimoniali;
- rivalutare i beni ammortizzabili di imprese operanti nel settore industriale con rendimento inferiore al *cost of equity*  $r_e$ ;
- la valutazione delle imprese che registrano sistematicamente utili negativi, per le quali, come abbiamo visto, il modello reddituale "puro" risulta difficilmente applicabile. Ai fini della stima del valore per tali tipologie di impresa attraverso il modello misto è fondamentale condurre un'accurata e attenta analisi fondamentale con lo scopo di determinare le cause delle perdite, la loro rilevanza e la loro probabile futura evoluzione, facendo riferimento a tutti i fattori che ne sono alla base;
- la stima del *badwill* (avviamento negativo), definito come la riduzione del valore patrimoniale causato essenzialmente dalla stima di perdite future attese e dall'incapacità dell'impresa di remunerare adeguatamente il capitale investito, possibile anche in presenza di un utile:

$$[26] \quad B = W_p - W_0$$

dove:

$B = \textit{badwill}$ ;

$W_p = \text{valore patrimoniale di partenza}$ .

---

<sup>204</sup> Il *Market Value Added* (MVA) è un metodo valutativo, per la prima volta proposto da B. Stewart (*La ricerca del valore*, Egea, Milano, 1998) che si basa sull'attualizzazione dei c.d. "economic value added" (EVA), definiti come la differenza, prodotta in ogni esercizio, fra reddito effettivo e reddito equo (vale a dire il reddito che "copre" il costo del capitale investito: il WACC). L'MVA rappresenta quindi il premio che il mercato riconosce a un'impresa per la sua capacità di superare le aspettative dei finanziatori della stessa:

$$EVA = (\textit{tasso effettivo} - \textit{tasso equo}) \times \textit{Capitale impiegato} = (r_{\textit{effettivo}} - r_{\textit{wacc}}) \times C ;$$

$$MVA = \sum EVA_i v_i$$

<sup>205</sup> L. Guatri, M. Bini, *op.cit.*, pp. 347-363.

## 2.5 Le valutazioni relative: il metodo dei multipli

I criteri relativi, basati sui multipli, sono anche definiti metodi diretti di valutazione, dal momento che stimano il valore dell'impresa attraverso l'osservazione diretta dei prezzi espressi dal mercato. La loro affidabilità è dunque direttamente proporzionale, come abbiamo già osservato, al grado di efficienza del mercato e di concorrenza dello stesso<sup>206</sup>.

I metodi relativi sono quindi definiti “diretti in senso stretto” quando il valore del capitale economico è stimato sulla base delle quotazioni borsistiche della stessa azienda o di imprese quotate del tutto simili a quella *target*, senza il ricorso a moltiplicatori di alcun tipo<sup>207</sup>. Considerata l'estrema difficoltà, che spesso si traduce in vera e propria impossibilità di individuare imprese quotate con le stesse identiche caratteristiche (in termini non solo relativi, ma assoluti) dell'azienda da valutare, i metodi diretti in senso stretto risultano di fatto impraticabili.

I metodi diretti basati sui multipli, invece, stimano il valore del capitale economico di un'impresa attraverso il prodotto fra un moltiplicatore empirico, riferito ad alcune misure finanziarie chiave espresse dal mercato e riferite a società quotate ritenute comparabili alla società oggetto di valutazione, e una grandezza indicativa dell'impresa *target*:

$$[27] \quad W = M_{avg} \times G_{target} = \frac{1}{j} \times \sum_{i=1}^j \frac{P_i}{G_j} \times G_{target}$$

dove:

$M_{avg}$  = moltiplicatore (medio) desunto dall'insieme delle *comparables*;

$G_{target}$  = grandezza esplicativa dell'azienda di cui si vuole stimare il valore;

$j$  = numero di *comparables*;

$P_i$  = prezzo del capitale dell'impresa  $i$ .

I metodi relativi possono seguire due alternativi approcci, quello delle “società comparabili”, più frequentemente utilizzato, o quello delle “transazioni comparabili”. Quest'ultimo, a differenza del primo, non prende a riferimento i prezzi osservabili sul mercato borsistico (*stock price*), ma considera i prezzi che sono stati registrati in occasione di transazioni fuori mercato (*deal price*), aventi tipicamente ad oggetto pacchetti azionari di controllo di imprese quotate e non quotate. I maggiori limiti del metodo dei *deal price* nella sua applicazione pratica derivano dalla difficoltà a individuare un adeguato numero di transazioni comparabili, anche a causa della riservatezza dell'operazione che talvolta le parti interessate intendono preservare, specie

---

<sup>206</sup> Cfr. paragrafo 2.2 (in particolare la nota 26).

<sup>207</sup> La valutazione relativa diretta è espressa dalla seguente formula:  $W_0 = P_{avg} \times N_{azioni}$

dove:

$P_{avg}$  = prezzo medio per azione delle società comparabili;

$N_{azioni}$  = numero delle azioni in circolazione della *target*.

quando non sono previsti obblighi di pubblicità imposti dalla legge (cioè specie nel caso in cui la transazione abbia a oggetto un'impresa *unlisted*). Inoltre, i *deal price*, a differenza degli *stock price*, sono sempre riferiti a un momento passato, più o meno distante nel tempo.

Per quanto riguarda invece il processo da seguire ai fini della determinazione del valore di un'impresa attraverso l'approccio delle società comparabili è possibile procedere attraverso i seguenti *step*:

1. formazione del campione: considerando che è impossibile individuare società identiche all'impresa *target* è necessario formare, con un inevitabile grado di approssimazione, un campione di imprese comparabili attraverso un'attenta analisi e valutazione di diversi aspetti aziendali caratteristici. È bene quindi considerare il settore di appartenenza delle imprese deputate a entrare nel campione, il loro tasso di crescita e la loro esposizione ai rischi, le loro condizioni competitive, dimensioni, stadio del ciclo di vita, modelli di *governance*, struttura finanziaria, il loro *business mix* e la loro diversificazione geografica. Di particolare importanza è l'omogeneità effettiva dei risultati assunti a base dei multipli<sup>208</sup>;
2. scelta e calcolo dei moltiplicatori: è necessario selezionare i multipli più adatti ai fini della valutazione, in relazione alle caratteristiche dell'impresa *target* e dell'industria in cui opera. Affinchè un multiplo sia considerato "vero", vale a dire affidabile, questo deve necessariamente catturare un legame reale, espresso da una relazione lineare, fra il valore del capitale economico dell'impresa e il parametro di *performance* selezionato. Si parla in proposito di multipli "causali": fra numeratore (prezzo) e denominatore (grandezza aziendale) deve esistere un rapporto di causa-effetto, identificabile sulla scorta di una coerente formula di valutazione, tale per cui la variazione del primo possa essere spiegata in base alla dinamica del secondo<sup>209</sup>.

È innanzitutto possibile distinguere i moltiplicatori sulla base della grandezza espressa al numeratore: i multipli *equity side* (anche detti "multipli di capitale") sono riferiti al prezzo di mercato delle azioni, i multipli *asset side* ("multipli dell'attivo") sono invece calcolati tenendo in considerazione il valore attuale dell'attivo lordo dell'impresa, definito come somma fra capitalizzazione di borsa e posizione finanziaria netta. Le variabili di *performance* espresse al denominatore devono quindi essere definite

---

<sup>208</sup> Nel caso in cui, per differenze rilevanti del *business model*, l'impresa *target* risulti difficilmente comparabile a qualsiasi altra impresa operante sul mercato, può risultare inevitabile procedere a complessi adattamenti dei moltiplicatori che sono stati individuati come i più adatti agli scopi e alle circostanze della valutazione: tali rettifiche possono interessare sia il numeratore (c.d. multipli "*adjusted*") che il denominatore (c.d. multipli "*clean*").

<sup>209</sup> Guatri e Bini (*op.cit.*) ritengono che le principali caratteristiche che distinguono i veri multipli (causali) dai falsi multipli (casuali) siano:

- la normalità: il multiplo deve essere compreso in un ammissibile intervallo di valori. Un'elevata volatilità sarebbe infatti un indicatore della debolezza del *driver* di valore utilizzato come denominatore nella spiegazione della variazione del prezzo (numeratore);
- l'ordinabilità: *ceteris paribus*, le imprese con un maggiore potenziale di crescita (determinato dall'industria in cui è attiva e dal suo posizionamento competitivo all'interno dell'industria stessa) devono un maggiore valore dei multipli;
- la convergenza verso la media (*mean reverting*): nel lungo periodo la volatilità del multiplo deve diminuire, fino a stabilizzarsi intorno alla media del periodo;
- nel caso di variazioni di prezzo non collegate a variazioni di valore dell'impresa, la successiva normalizzazione del multiplo deve avvenire attraverso il ripristino della relazione fra prezzo e valore, e non per il tramite dell'adeguamento della variabile fondamentale (denominatore).

Il nesso causale fra numeratore e denominatore di alcuni dei multipli più usati nella pratica valutativa viene esplicitato poco sotto nel paragrafo.

coerentemente alla scelta effettuata con riferimento al numeratore: risultati al netto della gestione finanziaria per i multipli di capitale (Reddito Netto, FCFE, dividendi, *Book Value*, *Sales*), al lordo per quelli *asset side* (NOPAT, UCF, EBIT/EBITDA, Capitale Investito, *Sales*).

A seconda dell'istante temporale cui fanno riferimento è invece possibile individuare:

- multipli correnti (*spot*): esprimono il rapporto fra una grandezza (Prezzo o *Enterprise Value*) attuale e una *performance* storica (*historical multiple*,  $P_0/G_{-1}$ ), attuale (*actual multiple*,  $P_0/G_0$ ) o futura (*leading multiple*,  $P_0/G_1$ , il più rilevante in ambito valutativo, essendo un indicatore della futura creazione di valore da parte dell'impresa);
  - multipli a termine (*forward*): esprimono il rapporto fra una grandezza e una *performance* future ( $P_1/G_1$ );
  - multipli attesi (*target*): viene stimato il loro possibile valore futuro, riferito all'anno  $n$ ;
3. applicazione dei multipli all'impresa: è necessario selezionare e calcolare l'appropriata misura di *performance* aziendale, coerente con il moltiplicatore scelto, e applicare la formula generale descritta dalla [27];
  4. potenziale applicazione di un premio (di sconto, di maggioranza), tipicamente nelle valutazioni relative a specifiche operazioni strategiche (ad esempio nel caso di fusioni/scissioni).

I moltiplicatori che hanno riscosso un maggior successo nella pratica valutativa, e a cui faremo affidamento per condurre l'analisi dell'operazione di fusione di Astaldi S.p.A. con Salini Impregilo S.p.A. nel prossimo capitolo, sono il *Price on Earnings* e l'*Enterprise Value on EBITDA*. Risulta particolarmente utile, al fine di meglio comprenderne le caratteristiche, tentare di scomporre ciascuno di questi multipli e tentare di individuarne le determinanti fondamentali.

Il P/E trova la sua giustificazione teorica nel *Dividend Discount Model* (DDM), che definisce il valore di un'azione come la sommatoria dei dividendi futuri attualizzati:

$$\begin{aligned}
 [28] \quad \frac{P_0}{E_1} &= \frac{\text{Prezzo dell'azione}}{EPS_1} = \frac{Div_1 / (r_e - g)}{EPS_1} = \frac{(EPS_1 \times Div \text{ Payout Ratio}) / (r_e - g)}{EPS_1} \\
 &= \frac{Div \text{ Payout Ratio}}{(r_e - g)} = \frac{Div \text{ Payout Ratio}}{[r_e - ROE \times (1 - Div \text{ Payout Ratio})]} \\
 &= \frac{Div \text{ Payout Ratio}}{[r_e - (ROI + \frac{D}{E} (ROI - r_d)(1 - Tax Rate)]}
 \end{aligned}$$

Dalla [28] risulta evidente che, *ceteris paribus*:

- un'azienda con un tasso di crescita superiore alla media del settore, dovrebbe avere un multiplo P/E più elevato rispetto alle altre imprese dell'industria;

- un'azienda con un costo del debito o un tasso di indebitamento maggiore di quello medio del settore, dovrebbe negoziare a un P/E inferiore rispetto alle altre imprese dell'industria;
- le società con un tasso di crescita e *free cash flows* maggiori ed esposte a una minore incertezza nel processo di generazione di tali FCFs, dovrebbero essere negoziate con un P/E più elevato.

È comunque importante tenere presente che, fermo restando quando appena detto, alti e bassi P/E non sono sempre determinati dalla dinamica delle variabili fondamentali dell'impresa cui sono riferiti, ma possono anche essere espressione dall'incapacità del mercato di produrre corrette valutazioni: P/E anomali possono cioè essere indizio di una sovra ovvero di una sotto-valutazione da parte della Borsa<sup>210</sup>.

Il principale multiplo *asset side* è invece, come anticipato sopra, l'EV/EBITDA, particolarmente utile nei casi in cui risulti necessario confrontare la *target* con imprese con differenti livelli di indebitamento. Significativo punto di forza di tale moltiplicatore è inoltre costituito dal fatto che può essere generalmente adottato anche ai fini della valutazione di imprese che registrano perdite nette, in quando generalmente l'EBITDA risulta comunque positivo<sup>211</sup>. Attraverso la [15] è possibile ottenere la seguente espressione, che evidenzia analiticamente i fattori che determinano variazioni del moltiplicatore e il loro segno:

$$\begin{aligned}
 [29] \quad \frac{EV_0}{EBITDA_1} &= \frac{UCF_1 / (r_{wacc} - g)}{EBITDA_1} = \frac{UCF_1 / EBITDA_1}{(r_{wacc} - g)} \\
 &= \frac{(1 - Tax Rate)}{(r_{wacc} - g)} + \frac{Tax Rate \times Ammortamenti / EBITDA}{(r_{wacc} - g)} - \frac{CapEx / EBITDA}{(r_{wacc} - g)} \\
 &\quad - \frac{\Delta CCN / EBITDA}{(r_{wacc} - g)}
 \end{aligned}$$

Negli ultimi decenni il metodo dei multipli, usato, a seconda dei casi e degli obiettivi preposti, sia come criterio indipendente ai fini della determinazione del valore aziendale, sia come strumento residuale di controllo dei risultati ottenuti con la proiezione dei flussi reddituali/finanziari (c.d. "*sanity check*"), ha registrato un crescente successo. Alla base della sempre maggiore diffusione di tale metodo sono individuabili differenti motivazioni, fra cui alcuni dei suoi innegabili vantaggi rispetto ai criteri tradizionali<sup>212</sup>:

- l'agilità e la semplicità del calcolo del valore attraverso i multipli di mercato, in riferimento al tempo e ai costi connessi;

<sup>210</sup> Una variazione, verso l'alto o verso il basso, del P/E di un'impresa può inoltre non dipendere né dalle dinamiche interne all'impresa né dall'inefficienza del mercato, ma dall'effetto di *shock* esogeni sui fondamentali, quale una modifica del tasso d'interesse, un mutamento del profilo di rischio del Paese in cui opera la società, un cambiamento negli atteggiamenti degli investitori (aumentata avversione al rischio, maggiore propensione al risparmio, *eccetera*).

<sup>211</sup> L'EV/EBITDA può peraltro garantire una migliore stima del valore potenziale di un'impresa, soprattutto nei casi in cui le spese in conto capitale risultano eccessive, nell'ottica di una maggiore efficienza post-acquisizione/fusione.

<sup>212</sup> L. Guatri, M. Bini, *op.cit.*, pp. 368-370.

- il riferimento a dati reali, effettivamente osservabili, espressi dal mercato: fattore tanto più rilevante considerato il generale aumento dei prezzi dei mercati azionari attualmente riscontrabile, alla base di una sempre più profonda differenza fra la capitalizzazione borsistica delle imprese e il valore del patrimonio netto su base contabile<sup>213</sup>;
- la maggiore completezza dell'informazione ottenuta attraverso il contemporaneo riferimento ai due grandi approcci valutativi;
- lo sviluppo delle operazioni di M&A, che ha contribuito ad aumentare sensibilmente i dati sui prezzi disponibili;
- la preferenza delle banche d'affari per i metodi relativi, con l'ovvia influenza che queste sono in grado di generare;
- l'accresciuto ricorso ai mercati finanziari, che si sono dotati di segmenti appositamente dedicati a imprese di più modeste dimensioni.

La natura del rapporto fra le due grandi famiglie valutative (approccio assoluto e relativo) ha subito negli anni profonde trasformazioni e modifiche. È possibile tentare di ricostruire tale evoluzione, attraverso l'individuazione di tre fasi principali:

- 1) in un primo momento, fino almeno a metà degli anni Ottanta, i metodi basati sui multipli sono guardati con una forte diffidenza sia dal mondo accademico che da quello professionale (specialmente nei paesi diversi da quelli anglosassoni). Tale diffidenza si traduce quindi in uno scarso ricorso al criterio relativo, a cui viene tutt'al più affidato un ancillare ruolo di controllo, ovvero di conferma dei risultati espressi dal metodo "principale", tipicamente reddituale o finanziario. *"Talvolta ci si limitava a osservare che la conferma non esisteva, oppure la mancata conferma veniva spiegata con generiche argomentazioni, oppure ancora il metodo di controllo veniva trascurato come se non fosse esistito: allora l'ancillarità rischiava di trasformarsi, a evidenza, nell'inutilità del controllo"*<sup>214</sup>;
- 2) a partire dall'ultimo decennio del secolo scorso, i moltiplicatori, per le ragioni sopra esposte, conoscono un enorme successo e diffusione, tanto da divenire il metodo di valutazione più utilizzato. Si osserva un completo rovesciamento della situazione: *"dai moltiplicatori discendono nei fatti le vere decisioni valutative"*<sup>215</sup>, mentre i modelli assoluti rivestono ora il ruolo di controllo. Le previsioni relative ai flussi attesi vengono quindi spesso piegate ai fini della conferma dei dati prodotti dal modello relativo;

---

<sup>213</sup> Resta ferma l'attenzione che è bene porre con riferimento alla possibilità che la divergenza fra prezzi di mercato e valore contabile non rifletta che un allontanamento dei prezzi stessi dal valore effettivo, tipico delle periodiche fasi di crescita borsistica ingiustificata (vedi paragrafo 2.2).

<sup>214</sup> L. Guatri (2007), *op.cit.*, pp. 63-65.

<sup>215</sup> *Ibid.*

3) con l'arrivo del nuovo millennio e il terremoto generato dallo scoppio della bolla delle *dot-com*, sono messi in luce gli enormi rischi connessi a un'eccessiva fiducia nei confronti dati espressi dal mercato e quindi all'affidamento esclusivo, nell'ambito delle valutazioni aziendali, al metodo dei moltiplicatori. Si avverte, urgente, la necessità di elaborare un nuovo paradigma valutativo, che riesca a integrare i vari approcci cercando di riuscire a sfruttare di ciascuno i vantaggi, superandone i limiti. Si tratta del c.d. "Giudizio Integrato di Valutazione", sorretto dalla complementarietà dei due "pilastri" fondamentali del processo valutativo: il metodo diretto (relativo) e il metodo indiretto (assoluto). *"A seconda dell'oggetto e degli scopi della stima, l'una o l'altra ipotesi possono prendere il sopravvento; ma ciò non significa più né una graduatoria di importanza, né che un'ipotesi possa applicarsi senza l'integrazione dell'altra"*<sup>216</sup>.

Come risulterà evidente dall'analisi empirica condotta nel prossimo capitolo, è oggi impensabile pervenire a una corretta stima del valore economico di un'impresa prescindendo da uno dei due approcci valutativi. È tuttavia possibile, e spesso inevitabile, data la rarità che i due differenti criteri conducano allo stesso identico risultato, stabilire a priori una gerarchia di importanza fra i vari metodi adottati, facendo maggior riferimento a quello individuato come principale, senza per questo piegare gli *output* di quelli di controllo a quest'ultimo per il solo fine di dimostrare l'astratta correttezza generale della stima.

---

<sup>216</sup> *Ibid.*

## Capitolo 3. Un caso empirico: Astaldi S.p.A. e la nascita di Webuild

### 3.1 Le operazioni di M&A: un fondamentale acceleratore per la crescita

I termini anglosassoni *merger* e *acquisition*, indicano rispettivamente le operazioni straordinarie di fusione e acquisizione/cessione di aziende, e sono spesso utilizzati come sinonimi. Più precisamente, l'acquisizione totale o parziale (*i.e.* di uno o più rami) d'azienda è l'operazione di trasferimento a titolo oneroso della proprietà della stessa, intesa così come definita dal Codice Civile<sup>217</sup>. La fusione, invece, rappresenta un'operazione di concentrazione aziendale (o "*business combination*", secondo la definizione fornita dall'IFRS 3), attraverso cui due o più realtà aziendali si uniscono in una sola entità, attraverso la condivisione delle proprie attività, delle proprie passività e del proprio patrimonio, e con la confluenza dei rispettivi soci. Come noto, la fusione può avvenire per unione (fusione in senso stretto), attraverso la costituzione di una nuova società (*NewCo*), o incorporazione, mediante la confluenza in una delle società preesistenti alla fusione di tutte le altre coinvolte nell'operazione. La fusione per incorporazione, quella che osserva di gran lunga un maggior ricorso nella realtà aziendale, si può, a sua volta, differenziare a seconda che la società incorporante possieda o meno una quota partecipativa nella/e incorporata/e. Dato che spesso, come nel caso empirico che analizzeremo in questo capitolo, le operazioni di fusione sono precedute dall'acquisizione di una partecipazione di maggioranza nella società incorporanda da parte di quella incorporante, è possibile usare congiuntamente i due diversi concetti, espressi dalla locuzione *mergers and acquisitions (M&A)*, per indicare l'intero processo di integrazione aziendale.

Come anticipato nel Capitolo 1<sup>218</sup>, le operazioni di *M&A* possono rappresentare un eccezionale strumento per la crescita dell'impresa, fondamentale ai fini della sopravvivenza della stessa nel lungo periodo. Strumento potenzialmente fondamentale per le imprese familiari di piccole e medie dimensioni, e in generale per tutte quelle realtà aziendali operanti in settori scossi da forti dinamiche concorrenziali, e che devono confrontarsi con entità "*che fanno del gigantismo la base della competizione*"<sup>219</sup>. E di fatto, i dati degli anni recenti mostrano come "*la concorrenza fra grandi e piccole imprese che operano nei settori tradizionali, spesso alle prese con i nuovi competitor dell'high-tech, sta portando a un'erosione dei margini reddituali, imponendo aggregazioni in grado di migliorare la redditività grazie alle economie di scala*"<sup>220</sup>.

Nel 2020, ultimo anno di cui disponiamo informazioni esaustive<sup>221</sup>, nonostante la crisi economica globale generata dalla pandemia di *Covid-19*, e contro tutte le previsioni, il mercato mondiale dell'*M&A* non ha subito flessioni in termini di operazioni realizzate (37.230 contro le 36.234 del 2019) e ha registrato solo una lieve

---

<sup>217</sup> Ex art. 2555 c.c.: "L'azienda è il complesso di beni organizzati dall'imprenditore per l'esercizio dell'impresa".

<sup>218</sup> Cfr. paragrafo 1.5 "La sfida del passaggio dimensionale".

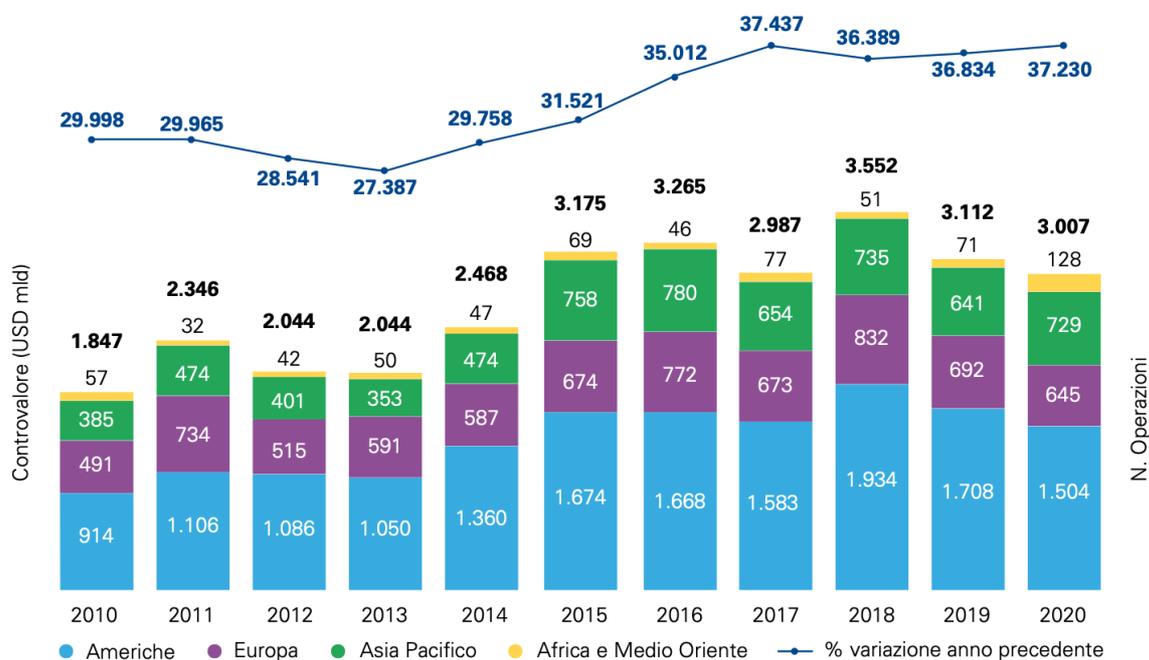
<sup>219</sup> S. Caselli, *Una stagione di fusioni e acquisizioni*, Corriere della Sera, 25 febbraio 2019.

<sup>220</sup> KPMG, *Rapporto 2017 Mergers & Acquisitions*, 2018.

<sup>221</sup> KPMG, *Rapporto 2020 Mergers & Acquisitions*, 2021.

flessione del 3% in riferimento al controvalore totale (pari \$3.007 miliardi). L’America si è confermata il primo mercato *M&A* a livello mondiale, con un contributo pari a circa il 50% del controvalore totale, seguita dai paesi dell’area Asia Pacifico (24%)<sup>222</sup>, che per la prima volta hanno superato quelli europei (21%).

Figura 3.1 – Il mercato mondiale M&A nel decennio 2010-2020



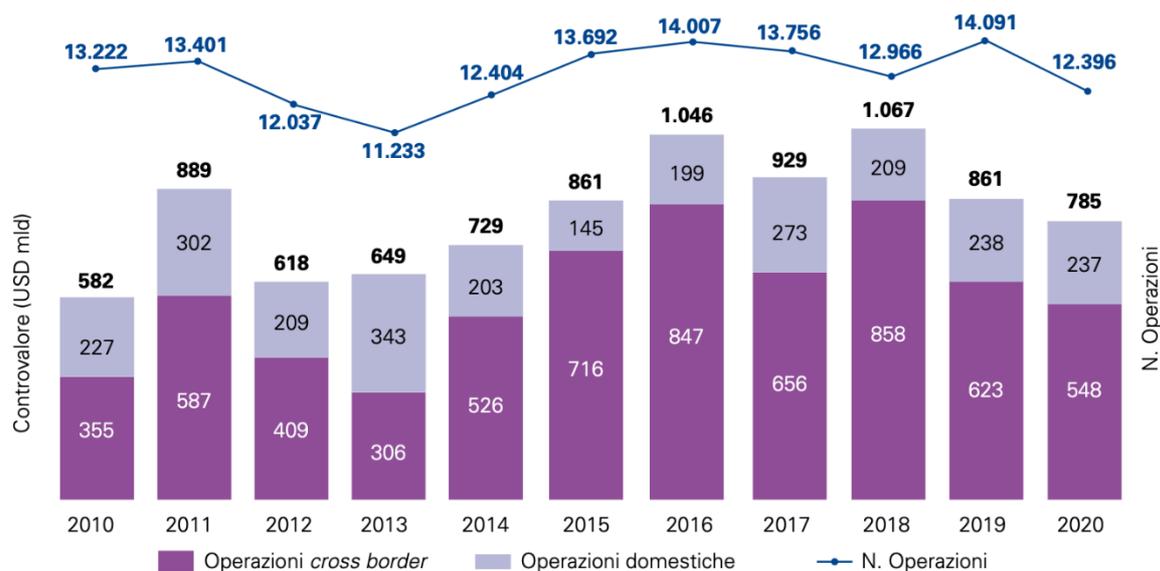
Fonte: KPMG, *Rapporto 2020 Mergers & Acquisitions*, 2021.

Per quanto riguarda il comparto definito “*Industrial Markets*”, che include il settore delle costruzioni (e quindi rileva ai fini della nostra analisi empirica sul caso Astaldi S.p.A.), si osserva nel 2020 un deciso sviluppo delle operazioni straordinarie, con un controvalore totale di \$471 miliardi (+10%) e 6.469 transazioni completate (+10%).

Il mercato *M&A* europeo, come anticipato, ha subito un forte declino, seppur battendo le previsioni della quasi totalità degli analisti, a dimostrazione di una certa resilienza del mercato stesso anche a fronte di crisi gravi come quella determinata dallo scoppio della pandemia. Come risulta dalla Figura 2, al minor numero di operazioni completate (12.396, -12%) si è accompagnata una riduzione del controvalore totale delle stesse (\$785 miliardi, -9%). Nella seconda parte del 2020 è stata tuttavia osservata una timida ripresa nel volume delle transazioni, e molto probabilmente i dati confermeranno che nel 2021 sono stati nuovamente raggiunti i livelli pre-crisi.

<sup>222</sup> Particolarmente rilevante il balzo in avanti del mercato M&A cinese, sia in termini di valore (\$3717 miliardi, +8%) che di numero di operazioni realizzate (360, +27%). Il Dragone, peraltro, proprio nel 2020 è diventato il principale *partner* commerciale dell’Unione Europea, scavalcando gli stessi Stati Uniti.

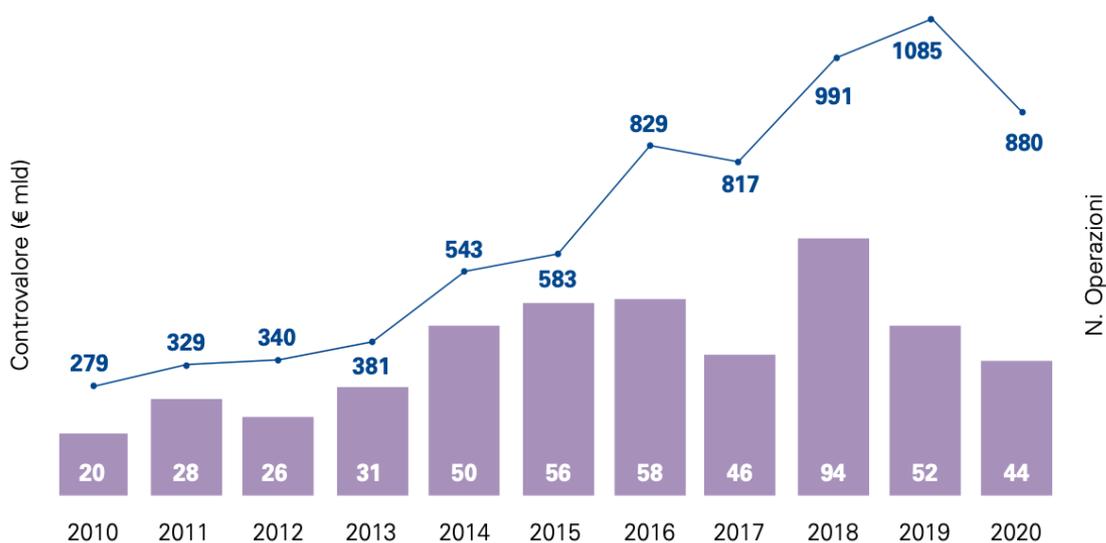
Figura 3.2 – Il mercato europeo M&A nel decennio 2010-2020



Fonte: KPMG, *Rapporto 2020 Mergers & Acquisitions*, 2021.

La grave crisi del 2020 in cui è stato inghiottito il nostro Paese, uno dei più colpiti dalla pandemia, sia in termini sanitari che economici, ha determinato un calo del PIL pari all'8,9%. Ovvie ripercussioni si sono avute, coerentemente agli altri paesi dell'Europa occidentale<sup>223</sup>, anche sul mercato delle fusioni e acquisizioni, in calo del -16% rispetto al 2019 in termini di valore totale dei *deal*, e del -19% con riferimento al numero delle transazioni realizzatesi. Si è così interrotto il *trend* positivo dell'ultimo decennio (Figura 3).

Figura 3.3 – Il mercato italiano M&A nel decennio 2010-2020



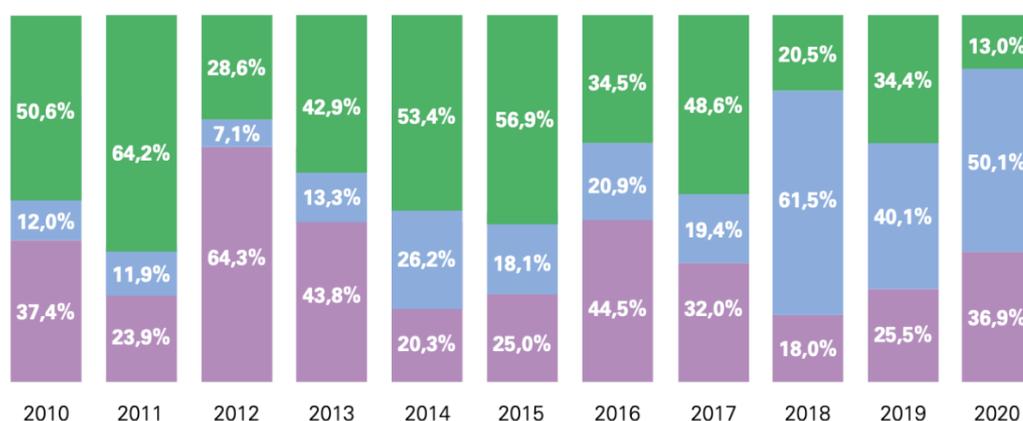
Fonte: KPMG, *Rapporto 2020 Mergers & Acquisitions*, 2021.

<sup>223</sup> La Francia ha addirittura registrato una riduzione delle operazioni del -25% in valore e del -31% in volume.

Scomponiamo ora il mercato italiano in base al tipo di operazioni di *M&A* effettuate (Figura 3.4):

- transazioni domestiche (c.d. “Italia su Italia”): i *deal* fra operatori italiani hanno rappresentato nel 2020 il 36,9% del controvalore totale e il 58% dei volumi, a evidenza del fatto che tali transazioni, seppur le più frequenti, interessano principalmente realtà aziendali di dimensioni relativamente contenute;
- transazioni *cross border*: le operazioni c.d. “Italia su Estero” sono quelle che hanno movimentato maggior valore (50,1%), nonostante siano state numericamente contenute (solo 152 *deal*, pari al 17,2% del totale); gli investimenti esteri nella penisola, invece, (c.d. operazioni “Estero su Italia”) hanno subito nel 2020 un calo del 31% in volumi (24,8% delle transazioni totali) e addirittura del 68% in valore (13% del valore complessivo).

Figura 3.4 – La composizione del mercato italiano M&A nel decennio 2010-2020 in termini di valore



Legenda: verde: transazioni *cross border-IN*; celeste: transazioni *cross border-OUT*; indaco: transazioni domestiche.

Fonte: KPMG, *Rapporto 2020 Mergers & Acquisitions*, 2021.

Va comunque ricordato che il declino del mercato dell'*M&A* registrato nel 2020 è stato determinato da un fattore esogeno, e non riconducibile in alcun modo a una variazione delle tendenze proprie del mercato stesso, che come detto era in crescita nel nostro paese da più di un decennio. Non costituisce un azzardo affermare che una volta pienamente superata la crisi pandemica continuerà il *trend* positivo. In tal senso, il Rapporto KPMG del 2021 afferma appunto che “*il rallentamento dell’M&A non ha modificato i piani di consolidamento e di internazionalizzazione promossi negli ultimi anni da numerose piccole e medie imprese, generalmente a conduzione familiare, in diversi settori del Made in Italy. Al contrario, la pandemia potrebbe rivelarsi un acceleratore di quegli ulteriori processi di riorganizzazione di settori e di filiere che i rapidi cambiamenti nella domanda interna e nel commercio con l’estero stanno rendendo più che mai necessari*”.

Appare dunque chiaro come la capacità di un’impresa di crescere anche per via esterna, attraverso la realizzazione di operazioni di finanza straordinaria, sia un requisito necessario per la sopravvivenza della

stessa nel lungo termine<sup>224</sup>. Ciò è particolarmente vero per le aziende operanti in mercati maturi dove la crescita per via esterna rappresenta spesso l'unica alternativa realmente percorribile. Si tratta di tutti questi settori caratterizzati da:

- un elevato grado di concorrenza;
- un tasso di crescita della domanda basso o pari a zero;
- *capital intensive*, con investimenti necessari a continuare l'attività particolarmente onerosi;
- una scarsa differenziazione dei prodotti/servizi.

Non è un caso se proprio in tali settori si osserva il maggior numero di *deal* e di *business combination*<sup>225</sup>. Come si avrà modo di notare più oltre, alcune imprese del settore delle costruzioni hanno una storia costellata da una miriade di operazioni di integrazione con altri *player* del mercato, cui devono una larga parte del proprio sviluppo e della propria prosperità attuale<sup>226</sup>.

La creazione di valore attraverso le operazioni di *M&A* è tuttavia strettamente collegata alla profondità e alla coerenza delle ricerche e delle analisi propedeutiche alla realizzazione della transazione, che devono necessariamente tenere conto di tutti rischi e le difficoltà cui si può andare incontro, soprattutto in termini di efficace aggregazione culturale, organizzativa e operativa delle realtà aziendali interessate. I risultati degli studi empirici riguardanti la questione della creazione di valore aziendale attraverso le operazioni di *M&A* sono ad oggi tutt'altro che univoci.

Un interessante studio in materia è stato realizzato da Accenture. La ricerca ha esaminato i 500 maggiori *deal* realizzati fra il 2002 e il 2009<sup>227</sup>, giungendo alle seguenti conclusioni:

- il 58% delle transazioni analizzate ha creato valore per l'acquirente/incorporante<sup>228</sup>;
- la creazione di valore varia ampiamente a seconda del settore in cui operano le aziende che hanno dato vita alla *business combination*;
- le operazioni di portata inferiore creano un maggior valore rispetto a quelle di maggiori dimensioni.

In conclusione, è bene ricordare che le operazioni di *M&A* sono soggette ad andamenti ciclici<sup>229</sup>. Si manifestano così periodiche ondate di fusioni e acquisizioni aziendali (c.d. "*merger waves*"), spesso determinate da un atteggiamento irrazionale di fiducia da parte del mercato (si pensi a quanto accaduto durante la bolla Internet dei primi anni Duemila). È fondamentale, ai fini di un'effettiva creazione di valore, essere in grado di riconoscere tali fenomeni, per fuggire dal rischio di acquisizioni a prezzi eccessivi.

---

<sup>224</sup> Per le sinergie ottenibili attraverso le operazioni di acquisizione e fusione, alla base delle ragioni che spingono le imprese alla realizzazione delle operazioni stesse, si rimanda al paragrafo 2.2 "*Nozioni di capitale e valore*".

<sup>225</sup> V. Conca, *Le acquisizioni. Valutare e gestire i processi di crescita*, Egea, Milano, 2010.

<sup>226</sup> Cfr. in particolare il sotto-paragrafo 3.3.1 "*Il profilo di Salini Impregilo*".

<sup>227</sup> T.J. Herd, R. McManus, *Who says M&A doesn't create value?*, Accenture Outlook Journal, 2012.

<sup>228</sup> Come riferimento ai fini del calcolo del valore è stato utilizzato il ritorno totale per gli azionisti (TSR, *Total Shareholder Return*) dato dalla somma dei dividendi distribuiti con la variazione del prezzo dei titoli in un determinato intervallo temporale.

<sup>229</sup> L. Guatri, M. Bini, *La valutazione delle aziende*, Egea, Milano, 2007.

## 3.2 Astaldi S.p.A.: il profilo dell'azienda

### 3.2.1 Storia, evoluzione, aspetti caratterizzanti

Il Gruppo Astaldi<sup>230</sup> affonda le sue origini a inizio Novecento. Nel 1926 nasce la ditta individuale “Ing. Sante Astaldi” dal nome del suo fondatore, attiva nel campo dell’edilizia e delle grandi opere civili. Nel 1929 viene rinominata “Impresa Astaldi Costruzioni e Lavori Pubblici S.p.A.”. Dopo una prima fase che lo vede impegnato nella realizzazione di opere infrastrutturali quasi esclusivamente all’interno del territorio italiano, successivamente al secondo conflitto mondiale il Gruppo Astaldi espande la propria attività verso diversi paesi del continente africano (Kenya, Uganda, Ghana e Nigeria), mentre in Italia si adopera per la ricostruzione post-bellica. Nel 1950 attraverso la costituzione di “Impresa Astaldi Estero S.p.A.” aumenta il numero e l’organicità delle iniziative estere, in Europa ma anche in Medio Oriente, Asia e America Centrale. È questa la fase, che si estenderà fino ai primi anni Settanta, coerentemente con il “boom” economico italiano, di massima crescita dimensionale e rafforzamento competitivo del Gruppo, con la realizzazione di grandiose opere civili quali la tratta Roma-Bologna dell’Autostrada del Sole, la Diga di Tarbela in Pakistan, l’impianto idroelettrico di Inga nella Repubblica Democratica del Congo. A tali opere se ne affiancano di ulteriori specialmente nel settore dei trasporti tranviari, tra cui la realizzazione della metropolitana di Caracas e la linea ferroviaria direttissima Roma-Firenze, la prima linea ad alta velocità in Europa.

Negli anni Ottanta si assiste a una prima riorganizzazione societaria a carattere operativo, con la fusione di “Impresa Astaldi Costruzioni e Lavori Pubblici S.p.A.” e “Impresa Astaldi Estero S.p.A.”. Pur rimanendo fortemente impegnato nella realizzazione di opere nel settore dei trasporti e delle infrastrutture civili (come la linea metropolitana 3 di Milano e la linea metropolitana 1 di Napoli), il Gruppo Astaldi si rende protagonista all’interno del settore dell’energia nucleare, partecipando alla realizzazione delle centrali di Brasimone e di Montalto di Castro. Durante gli anni Novanta, quindi, a seguito della caduta dell’Unione Sovietica, il Gruppo si sviluppa nei Paesi dell’Est Europa, in particolare in Romania, e in Turchia, dove opera in qualità di *general contractor* nella realizzazione dell’Autostrada dell’Anatolia. Contemporaneamente, continua in Italia l’espansione della propria attività attraverso l’acquisizione di alcuni importanti *player*<sup>231</sup> del settore delle concessioni, divenendo il secondo operatore nazionale, preceduta dal solo Gruppo Salini.

Nel 2002, Astaldi si quota presso la borsa valori di Milano, segmento STAR, completando così il processo di affermazione quale una delle principali realtà aziendali a livello internazionale nel settore delle infrastrutture e dell’ingegneria civile. All’inizio del nuovo decennio, Astaldi è attiva nella realizzazione del Nuovo Polo Fieristico di Milano (2002-2005), al tempo il più grande al mondo, e nel completamento della metropolitana di Copenaghen (la prima a vedere applicata la tecnologia *driverless* che sarà di seguito utilizzata anche per la

---

<sup>230</sup> Nei paragrafi successivi ci riferiremo ad Astaldi S.p.A. anche come “target”.

<sup>231</sup> Parliamo di Italstrade S.p.A., del gruppo IRI, fino agli anni Ottanta *leader* nel settore della costruzione e manutenzione di infrastrutture di trasporto, seconda per fatturato solo al gruppo Impregilo e Dipenta Costruzioni S.p.A.

linea metropolitana 5 di Milano). Nel 2007, Astaldi completa i lavori per i 202 km della linea ferroviaria ad alta velocità Roma-Napoli, che permette ai treni di raggiungere una velocità di 300 km/h. Nel campo dell'ingegneria civile, sempre nel 2007, viene completato il Nuovo Ospedale di Mestre, la prima opera di grandi dimensioni realizzata in Italia mediante ricorso al *project finance* nel settore sanitario. Si persegue in questa fase una costante ricerca della diversificazione: nel 2005 viene realizzato l'impianto Gtl-Oryx in Qatar, il primo al mondo in grado di convertire il *gas* naturale in gasolio purificato e nafta. Nel 2016, il consorzio ACE (Cimolai e Astaldi) assieme al Gruppo EIE (*leader* nel settore dell'astrofisica e dell'astronomia) si aggiudica la commessa per la realizzazione del più grande telescopio ottico esistente, sul Cerro Armazones, in Cile.

Dalle sue origini fino agli anni precedenti alla crisi, ci cui ci occuperemo dettagliatamente più avanti, Astaldi ha rappresentato una realtà *leader* nel mercato italiano e internazionale, capace di combinare un forte *know how* con capacità di realizzare efficientemente progetti ad alto contenuto tecnologico nei diversi settori in cui ha operato.

### 3.2.2 *Evoluzione strategica e influenza della famiglia imprenditoriale*

Il percorso di crescita intrapreso dalla famiglia Astaldi, come accennato precedentemente, ha osservato una netta accelerazione a partire dagli anni Novanta. Differentemente rispetto al mantra dominante nel settore, la visione di Paolo Astaldi, presidente del Gruppo, ha visto sì nella componente dimensionale un elemento imprescindibile<sup>232</sup>, ma di certo non l'unico fattore alla base della crescita del gruppo: la qualità delle attività e l'efficacia e l'efficienza della loro conduzione giocano un ruolo parimenti importante. Nella fattispecie, la competitività sui mercati esteri trae necessariamente origine dalle conoscenze e competenze sviluppate nel mercato domestico.

La professionalità e la qualità del *management*, insieme a una dimensione adeguata, e alla capacità di mantenere al contempo un'elevata flessibilità operativa, hanno permesso ad Astaldi di operare e competere in una pluralità di paesi e di settori alla pari con gli altri *player* nazionali e internazionali. In tal senso, appare opportuno ricordare come, anche prima del 2018 (anno della prima manifestazione di interesse da parte del Gruppo Salini Impregilo<sup>233</sup>, propedeutica all'avvio del processo di fusione), la combinazione aziendale con le altre imprese protagoniste del settore fosse stata più volte presa in considerazione<sup>234</sup>, possibilità poi altrettante volte rifiutata proprio da Astaldi in quanto ritenuta non conveniente sotto un profilo puramente strategico.

---

<sup>232</sup> Cfr. Paragrafo 1.5 "La sfida del passaggio dimensionale".

<sup>233</sup> F. Massaro, *Salini Impregilo, manifestazione di interesse per Astaldi*, Corriere della Sera, 16 novembre 2018.

<sup>234</sup> Si veda, ad esempio, F. De Rosa, *Impregilo, si fa avanti una cordata con Astaldi e la francese Eiffage*, 24 febbraio 2005; G. Stringa, *La Borsa adesso punta sul polo Impregilo-Astaldi. Le mosse di Ligresti*, 16 marzo 2006.

Fin dai primi anni Duemila, Astaldi rivoluziona parzialmente il proprio *business model*, puntando fortemente sullo sviluppo nel settore della gestione delle concessioni, in considerazione del fatto che tali contratti, pur implicando un elevato assorbimento iniziale di capitale, garantiscono ritorni futuri certi e costanti.

La strategia di sviluppo di lungo termine del *General Contractor* romano è sempre stata decisa di comune accordo tra i membri della famiglia proprietaria facenti parte del CdA e il *management* esterno aziendale.

Prima della fusione con Salini Impregilo, le azioni di Astaldi S.p.A. erano detenute per il 52,53% da Fin.Ast. S.r.l., società veicolo della famiglia Astaldi, e per circa il 10% da investitori istituzionali, mentre il restante 37,87% rappresentava il flottante scambiato sul mercato finanziario<sup>235</sup>.

Il processo decisionale di Astaldi ha beneficiato quindi di una certa rapidità garantita dal diretto e quotidiano contatto fra i vertici aziendali e i membri familiari e di un orizzonte di riferimento di lungo periodo tipico di ogni *family business* per mezzo del loro struttura proprietaria e di controllo duratura e stabile.

Le linee strategiche perseguite dal Gruppo Astaldi durante i primi anni 2000 e dopo la crisi finanziaria del 2008, sono guidate da tre principali direttrici che segnano gli elementi distintivi del Gruppo<sup>236</sup>: il portafoglio ordini (ordini di qualità e in grado di supportare una maggiore redditività), il posizionamento competitivo consolidato (in grado di garantire una migliore e più ampia forza commerciale) e un *management* in grado di portare avanti gli obiettivi di crescita definiti nel piano strategico. Ai fini di una più corretta e coerente valutazione della *performance* di Astaldi nel suddetto periodo deve essere tenuto in considerazione il momento storico del tutto particolare che tale periodo ha rappresentato: alle difficoltà collegate alla crisi finanziaria mondiale, riconducibili in particolare alla ridotta disponibilità di risorse destinabili a investimenti in infrastrutture (c.d. “*credit crunch*”), è seguita una fase di nuovo slancio per la spesa pubblica in un settore comunque fondamentale.

La crescita in questo periodo, in cui il presidente Paolo Astaldi è affiancato da Stefano Cerri in qualità di Amministratore Delegato, è definita in tre ambiti di intervento: il rafforzamento delle aree strategiche in cui il gruppo opera, l’ampliamento delle attività in nuovi mercati limitrofi, e lo sviluppo del settore delle concessioni (in Italia e all’estero). Nello specifico:

- mercato italiano: la forte presenza sul mercato italiano costituisce una rilevante possibilità di crescita grazie ai progetti in portafoglio nei settori dei trasporti e delle concessioni e alla possibile estensione del valore contrattuale degli stessi; nonché dagli investimenti necessari e non ancora effettuati da parte del Governo e dalle amministrazioni locali per colmare il divario infrastrutturale con il resto d’Europa;
- mercati esteri: il supporto alla crescita del gruppo nei paesi esteri vede la strategia di Astaldi volta a consolidare il ruolo di *player* di riferimento nelle aree geografiche a maggiore peso e interesse

---

<sup>235</sup> Astaldi S.p.A., *Il Consiglio di Amministrazione della Astaldi approva il Piano Industriale 2009-2013*, Comunicato stampa, 15 maggio 2009.

<sup>236</sup> *Ibid.*

strategico in cui la società è già fortemente presente ma anche nelle altre aree in cui è possibile riconoscere una forte espansione delle opere infrastrutturali. In paesi considerati di maggiore interesse furono la Romania, la Bulgaria e la Turchia nell'area europea, l'Algeria in Africa e l'America Latina in generale, in particolar modo il Venezuela e i nuovi mercati del Cile e del Perù. Per il *management* è importante definire un bilanciamento tra la diversificazione geografica dei ricavi (la massima contribuzione ai ricavi di ciascuna area è stabilita nel 10% del totale ricavi del gruppo) e il contenimento del profilo rischio-paese<sup>237</sup>.

- concessioni: la crescita nel settore delle concessioni al di fuori dell'Italia è stata forse l'aspetto più importante dello sviluppo del gruppo Astaldi in questa fase. L'obiettivo è quello di concentrarsi maggiormente su iniziative in settori quali infrastrutture di trasporto ed energia, in cui replicare le competenze acquisite nel mercato domestico. Ulteriori opportunità sono legate all'estensione del modello delle concessioni nei settori dei trasporti su gomma e delle energie rinnovabili, che vedono l'ingresso di Astaldi sia in autonomia che attraverso la definizione di *partnership* strategiche con operatori internazionali. Con particolare riguardo all'ambito delle concessioni, sempre nel piano industriale presentato nel 2008, il Gruppo ha individuato un obiettivo ambizioso di crescita del segmento dai €2 milioni di ricavi dello stesso anno (meno dell'1% del totale ricavi) a circa €160 milioni nel 2013 (*i.e.* il 6% del totale ricavi)<sup>238</sup>.

A partire dal 2013, nella definizione degli obiettivi strategici, si denota una maggiore attenzione al bilanciamento dei rischi operativi derivanti dalle attività<sup>239</sup>. I *driver* di valore individuati sono la:

- diversificazione e crescita a livello internazionale basata sull'estensione dei punti di forza sviluppati nel mercato italiano, coerentemente a quanto già osservato in precedenza. La strategia di crescita internazionale si rivolge quindi al consolidamento nei mercati chiave, e alla ricerca di nuove opportunità nei paesi del *Far East* quali l'Indonesia, il Vietnam e l'Australia: come sarà ormai evidente grazie alla trattazione fin qui condotta, obiettivo centrale del Gruppo Astaldi è sempre stato quello di dar vita a un'efficiente diversificazione geografica;
- selezione coerente dei progetti basata sulle competenze, gli *asset* strategici e il patrimonio di competenze di Astaldi ai fini di un'ottimale gestione del rischio, orientata alla massimizzazione dei rendimenti. Viene quindi stabilita una più rigorosa selezione dei progetti da inserire in portafoglio, basata su un processo consolidato a più fasi e multi-revisione. Questa linea di azione comporta che, ai

---

<sup>237</sup> *Ibid.*

<sup>238</sup> *Ibid.*

<sup>239</sup> Astaldi S.p.A., *Delivering Earnings & Dividend Growth Increased Financial Strength - Business Plan 2013 – 2018*, Comunicato stampa, 26 giugno 2014.

fini della selezione e implementazione delle commesse, debbano essere rispettate delle soglie minime di *EBT* (7,5% per i progetti nel settore costruzioni) e *IRR* (10% nel settore concessioni). Sono inoltre definiti obiettivi target rispetto agli stessi indicatori: 10% *EBT* per i progetti nel settore costruzioni e *IRR* pari al 13% nel settore concessioni;

- massimizzazione del valore nel lungo termine attraverso l'implementazione di un modello integrato di sviluppo comprendente sia l'attività di costruzione che quella di concessione. In tal modo viene quindi riconosciuta l'importanza del *business* delle concessioni, che da un lato contribuisce in maniera sostanziale e crescente ai risultati di esercizio (nel 2018 circa il 40% del risultato netto del Gruppo deriva dalle concessioni) e dall'altro rappresenta una importante fonte di generazione di cassa, grazie alle attività di gestione e manutenzione delle opere;
- mantenimento di una struttura finanziaria ottimale a supporto degli obiettivi a lungo termine. Il *focus* sulla gestione finanziaria è basato sull'attività di costruzione che permette una costante generazione di cassa, sulla gestione dei rendimenti delle concessioni nel lungo termine e sulle opportunità di monetizzare degli *asset* in portafoglio. La riduzione del livello di indebitamento, riconosciuto quale obiettivo fondamentale ai fini di una equilibrata prosecuzione dell'attività del Gruppo, è in grado di permettere inoltre di perseguire ulteriori opportunità di investimento. In tal senso, l'applicazione del piano industriale 2013-2018 ha aumentato significativamente la flessibilità finanziaria di Astaldi sotto diversi aspetti, come dimostrato da diversi *ratios*<sup>240</sup>. Rilevante inoltre il tentativo di ridurre il livello di capitale circolante grazie ad una migliore gestione delle scadenze commerciali.

Nel 2016 Filippo Stinellis diviene CEO della Gruppo; nello stesso anno viene presentato un nuovo piano industriale. Accanto all'individuazione dei più importanti *driver* per la crescita, sono resi più severi gli obiettivi di disciplina finanziaria e di riorganizzazione delle attività, a supporto di una migliore stabilità del Gruppo<sup>241</sup>.

Tale piano industriale è chiaramente condizionato dai primi segnali di crisi emersi contemporaneamente alla sua predisposizione. Viene definito un *target* di crescita fino al 2020 pari al 7%, attraverso l'ingresso in nuovi progetti focalizzati nel settore delle costruzioni (con la maggior parte delle opere in esecuzione costituite da infrastrutture di trasporto), a discapito delle concessioni. Il nuovo approccio riduce il campo di scelta esclusivamente a opportunità a bassa intensità di capitale, valutate attraverso un metodo molto più selettivo e aperto alla possibilità di *partnership* con altri operatori del settore. Ulteriore peculiare traccia della strategia più prudente definita in questa fase va individuata nella minore esposizione ai rischi di progetto perseguita

---

<sup>240</sup> Debito/Patrimonio Netto: 0,6x (2018) vs 1,35x (2013); Debito/EBITDA: 1,56x (2018) vs 2,48x (2013).

<sup>241</sup> Astaldi S.p.A., *Strategy Plan 2016-20E – Fit for the Future*, Presentazione al mercato, maggio 2016.

attraverso la riduzione delle quote partecipative nelle società veicolo e il maggior coinvolgimento nella fase di costruzione. Viene avanzata una nuova struttura societaria che, con la creazione di funzioni trasversali (*business service*) di *Engineering*, *Procurement* e *Construction*, permette un migliore processo di gestione e controllo dei rischi operativi.

Si ricerca quindi una maggiore disciplina commerciale nella selezione dei progetti, con l'individuazione di più stringenti soglie di *EBIT*, la valutazione del rischio paese e una nuova centralità attribuita all'area *Business Service*, al fine di massimizzare il potenziale ritorno da ogni singolo contratto.

Nel piano 2016 sono stati inoltre avanzati obiettivi definiti in termini di cessione di *asset* operativi (soprattutto in Italia e Turchia per un totale di circa €750 milioni), di razionalizzazione degli investimenti (*CAPEX* bilanciato e soggetto al conseguimento degli obiettivi di disinvestimento) e di capitale circolante (al di sotto del 20% dei ricavi): tutto ciò al fine di migliorare la flessibilità finanziaria del gruppo attraverso la riduzione del debito esistente e di finanziare una crescita equilibrata. Sono stati infine posti sotto stretta sorveglianza gli investimenti in essere in alcuni paesi, molti dei quali alla base dello sviluppo del Gruppo nel decennio precedente (Canada, Russia, Turchia e Venezuela), i cui indicatori iniziavano a denunciare difficoltà di carattere operativo e finanziario.

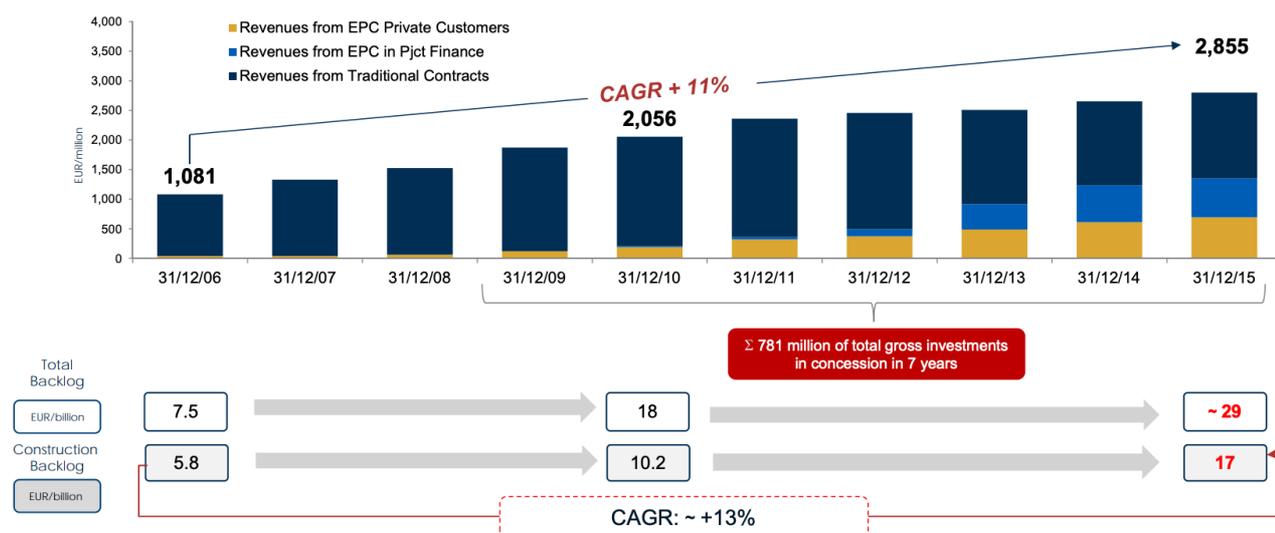
Nei successivi paragrafi verrà quindi esposta la situazione patrimoniale, economica e finanziaria del Gruppo al 2015, anno antecedente la manifestazione dei primi segnali di crisi. Gli ottimi risultati operativi del 2015 sono stati premiati dai mercati finanziari, con il titolo Astaldi S.p.A. che ha, infatti, toccato, per la prima (e ultima) volta, quota €10. Tale risultato va attribuito senza dubbio alle scelte strategiche del *management* che attraverso un'intelligente gestione operativa, economica e finanziaria del Gruppo, è riuscito a rendere Astaldi una realtà capace di sopravvivere, adattarsi e sfruttare i *trend*, positivi e negativi, di mercato registrati fino a quel momento. Sotto la guida del presidente Paolo Astaldi e dal CEO Filippo Stinellis, i risultati del 2016 pongono Astaldi come:

- *leader* globale nel settore delle infrastrutture, con attività in mercati a elevata crescita;
- 3° *contractor* a livello globale nella realizzazione di ponti;
- 5° *contractor* a livello globale nella realizzazione di impianti idroelettrici;
- 12° *contractor* a livello globale nel trasporto di massa e ferroviario;
- tra i *top 25 contractor* a livello globale nella costruzione di aeroporti e autostrade;
- tra i *top 25 contractor* a livello globale nella realizzazione di strutture sanitarie.

### 3.2.3 Il profilo Operativo

La strategia di crescita intrapresa da *management* della società ha profondamente ridefinito le attività del Gruppo nel corso degli anni, fino al 2015.

Figura 3.5 – Crescita Ricavi Gruppo Astaldi 2006-2015 (€ milioni)



Fonte: Astaldi S.p.A., *FY 2015 Results Presentation*, Conference Call, 9 marzo 2016

Con particolare attenzione ai risultati conseguiti a partire dal 2006, dalla Figura 5 si apprezza la crescita costante del *business* sia in termini di ricavi che di *backlog*<sup>242</sup>. I primi si sono quasi triplicati nel periodo considerato, passando dai €1.081 milioni del 2006 ai €2.855 milioni del 2015, con un *CAGR*<sup>243</sup> dell'11%. Ancora più marcata la crescita dei valori relativi al *backlog*, che segnano un incremento da €7,5 miliardi (di cui €5,8 miliardi nelle costruzioni) a circa €29 miliardi (di cui €17 miliardi nelle costruzioni) nello stesso intervallo temporale.

Un forte contributo alla crescita è derivato dai nuovi *business*, relativi ai contratti EPC (*Engineering Procurement and Construction*) sottoscritti con clienti privati e supportati da attività di *Project Financing*. Questi due nuovi segmenti rappresentano la principale area di sviluppo in termini di *backlog*, passando da un valore di €1.7 miliardi nel 2006 ai €12 miliardi nel 2015 e rappresentando il 53% dei ricavi nello stesso anno (a fronte di una quota pari al 4% a inizio periodo) contro il 47% relativo ai contratti di costruzione tradizionali.

### 3.2.4 Il profilo economico

Riferendosi ai risultati reddituali conseguiti nel 2015, si osserva una sostanziale capacità di crescita del Gruppo Astaldi rispetto all'esercizio precedente, sia in termini di ricavi che di risultati operativi (Tabella 1). Nel dettaglio, i ricavi crescono del 7,8% passando €2,85 miliardi, a dimostrazione della solidità delle iniziative intraprese dal *management*. Il *trend* positivo si riflette anche sui risultati operativi con *EBITDA* ed *EBIT* che mostrano una tendenza positiva in termini assoluti, pur riducendosi leggermente su base relativa (percentuale),

<sup>242</sup> Nel gergo delle imprese che lavorano a progetto, il *backlog* è definito come il valore totale delle opere in portafoglio ancora da completare.

<sup>243</sup> Il *Compounded Average Growth Rate* (*CAGR*) rappresenta la crescita media percentuale annua dei ricavi in un determinato intervallo temporale.

a testimonianza di un maggiore impatto dei costi operativi. Si osserva poi un incremento degli oneri relativi alla gestione finanziaria che però non impattano sostanzialmente sul risultato finale che resta sostanzialmente immutato tra i due esercizi, con una leggera flessione a €80,9 milioni. Ad impattare negativamente sulla gestione dell'esercizio vi è la sterilizzazione dei proventi derivanti dal progetto idroelettrico Muskrat Falls in Canada, dove ritardi nell'esecuzione hanno portato a un rinvio della fase di *start-up*, e l'operazione di copertura (*hedging*) del rischio relativo alle difficoltà nella riscossione dei crediti dovuti dal Governo Venezuelano di valore pari a €267 milioni<sup>244</sup>.

Tabella 3.1 – Risultati Economici Astaldi 2014-2015

Risultati (€ milioni)	2015	2014	Variazione %
Ricavi	2.854,9	2.652,6	+7,8%
EBITDA	356,4	341,3	+4,4%
EBITDA %	12,5%	12,9%	
EBIT	277,4	269,6	+2,9%
EBIT %	9,7%	10,2%	
Oneri Finanziari	(164,8)	(138,9)	+18,6%
Risultato Netto	80,9	81,6	-0,8%

Fonte: Astaldi S.p.A., *FY 2015 Results Presentation*, Conference Call, 9 marzo 2016.

### 3.2.5 Il profilo finanziario-patrimoniale

Anche sotto il profilo finanziario e patrimoniale, i risultati del Gruppo Astaldi mostrano un *trend* positivo di crescita. Con riguardo all'attivo, gli *asset* non correnti segnano un marcato incremento prevalentemente grazie alla crescita prevista negli investimenti legati alle concessioni, in vista della finalizzazione di alcuni progetti in corso.

Tale dinamica, che si riflette anche nell'evoluzione della posizione finanziaria netta, ha come principale *driver* l'incremento degli investimenti, da un lato, nel comparto delle concessioni (relativi principalmente a progetti in Turchia e Cile, per un controvalore totale di €141 milioni) e dall'altro nel settore idroelettrico e dei trasporti (€42 milioni). Ulteriore aspetto da considerare riguarda il capitale circolante, che registra un incremento di circa €73 milioni tra il 2014 e il 2015, segno evidente di una maggiore difficoltà nella riscossione dei crediti (fattore che, come vedremo, già nel 2017 assumerà una rilevanza critica nella gestione del Gruppo).

<sup>244</sup> Astaldi S.p.A., *FY 2015 Results Presentation*, Conference Call, 9 marzo 2016.

Con riferimento alla struttura finanziaria, il sostanziale incremento della PFN a fronte di un più modesto aumento dell'*equity* evidenzia una crescente esposizione di Astaldi verso fonti di finanziamento esterne (Tabella 2).

Tabella 3.2 – Risultati Finanziari-Patrimoniali Astaldi 2014-2015

Risultati (€ milioni)	2015	2014
Asset non correnti	957,9	790,2
Capitale Circolante	689,5	616,7
Riserve	(21,8)	(23,0)
Capitale Investito Netto	1.625,5	1.383,9
Equity	637,0	580,1
PFN	(982,7)	(798,6)
di cui		
Investimenti in concessioni	181	126
CAPEX Tecnico	42	62

Fonte: Astaldi S.p.A., *FY 2015 Results Presentation*, Conference Call, 9 marzo 2016.

### 3.2.6 La crisi

Da quanto desumibile dall'analisi sin qui condotta, Astaldi fino al 2016-2017 si è posta non solo come una delle realtà *leader* nel settore delle grandi opere, ma anche come un'azienda di grande solidità sotto un profilo economico, finanziario e patrimoniale. L'evento riconducibile alla crisi del Gruppo ha rappresentato pertanto uno scenario non prevedibile sulla base della recente evoluzione delle attività dell'azienda, che vantava un'ottima redditività dei progetti e una consolidata capacità operativa in tutto il mondo. La situazione ha mostrato tuttavia i primi segnali di mutamento già a partire dal 2016, quando alcuni fenomeni destabilizzatori sui mercati esteri si sono tradotti in maggiori difficoltà operative per la società. In particolare, è emersa la necessità di ribilanciare il portafoglio progetti, attraverso una minore esposizione rispetto al settore delle concessioni che aveva rappresentato negli anni precedenti il *driver* principale di crescita del gruppo romano. Questa inversione di tendenza può spiegarsi nella grande mobilitazione di investimenti avvenuta nei decenni precedenti per sostenere il *business* delle concessioni, che, come già sottolineato, è in grado di garantire ricavi stabili e sicuri, conseguibili però solo in futuro non prossimo. Per questa ragione, nel piano lanciato nel 2016 Astaldi guarda con molta attenzione alle caratteristiche dei diversi progetti, promuovendo un ambizioso piano di dismissioni finalizzato a liberare risorse finanziarie per i progetti più maturi. Questa strategia dimostra tuttavia i suoi limiti e le sue difficoltà realizzative, specialmente in una realtà come Astaldi fortemente esposta

al rischio paese, quando, ad esempio, la cessione della partecipazione nel terzo Ponte sul Bosforo giunge a uno stallo nelle discussioni con i potenziali acquirenti a causa dell'estrema volatilità della lira turca e della crisi in atto nel paese.

In termini generali, alla base della repentina crisi di liquidità del Gruppo vi è stata la crescente difficoltà di riscossione di importanti crediti a causa delle dinamiche geopolitiche ed economiche in atto in quegli anni ed esterne al gruppo stesso. Tale situazione si è tradotta in un progressivo incremento dei giorni medi di incasso dei crediti che ha inevitabilmente immobilizzato risorse finanziarie importanti per il *business*. Le maggiori criticità si sono incontrate rispetto alla riscossione dei crediti che Astaldi vantava nei confronti del governo del Venezuela (per la costruzione di tre importanti opere ferroviarie), paese attraversato da una profondissima crisi politica ed economica<sup>245</sup> e nei confronti del quale la società era particolarmente esposta.

A maggio 2018, l'indebitamento di Astaldi ha raggiunto €1,66 miliardi. Per rimediare alle difficoltà finanziarie in atto, il *management*, decise di deliberare un aumento di capitale di €300 milioni destinato all'ingresso nella compagine sociale di un socio industriale, la giapponese IHI Corporation, per l'apporto di nuove risorse.

Sempre nel 2018, è stato lanciato un nuovo piano industriale che prevedeva dismissioni di *asset* per circa €790 milioni e contestuale ristrutturazione del debito in essere. Tra gli *asset* individuati per la cessione vi erano ancora la partecipazione nel progetto del terzo ponte sul Bosforo e il progetto per l'ospedale di Mestre (entrambe concessioni). La nuova strategia non ha avuto tuttavia il tempo per essere implementata: a settembre 2018, infatti, con un indebitamento vicino a €1,9 miliardi, Astaldi presenta richiesta presso il Tribunale di Roma per l'accesso alla procedura di Concordato Preventivo in continuità aziendale "con riserva", ovvero in attesa della presentazione di un piano che possa preservare la continuità aziendale. Subito dopo l'annuncio, l'agenzia S&P, ha rivisto il *rating* del Gruppo Astaldi declassandolo a D<sup>246</sup>, compatibile con una situazione di *default*.

---

<sup>245</sup> A partire dal 2013 il Venezuela è caduto in una crisi politica, economica e sociale di colossale gravità. Per un approfondimento e alcuni interessanti dati sul tema si veda: <https://share.america.gov/venezuela-in-crisis-quotes-and-facts/>

<sup>246</sup> Secondo la descrizione fornita dall'agenzia Standard&Poor's, un punteggio di *rating* pari a D sta a indicare una "probabilità minime di rispetto degli impegni finanziari: un'azienda in stato di fallimento e quindi insolvente".

Figura 3.6 – Andamento Azioni Astaldi S.p.A. 2002-2020 (€)



Fonte: Seeking Alpha, febbraio 2021

Dall'analisi della Figura 6 è possibile mettere a fattor comune le considerazioni emerse fino a questo punto della trattazione. Innanzitutto, a partire dalla quotazione avvenuta nel 2002 e fino al 2007, il valore azionario di Astaldi S.p.A. riflette un *trend* in crescita (da circa 3€ al momento del collocamento iniziale fino a sfiorare il livello di 8€ nel 2007). L'avvento della crisi finanziaria e delle sue conseguenze sull'attività economica globale ha rallentato il settore delle grandi opere finendo per impattare inevitabile in maniera negativa sul prezzo azionario di Astaldi, che nel 2009 scende sotto i 4€ ad azione. Da questo momento, le scelte strategiche del gruppo, rivolte alla presenza in molteplici mercati e alla diversificazione dei *business* sembra essere stata ripagata dai mercati finanziari, con un *trend* in rialzo (seppur connotato da sostanziali oscillazioni) fino a raggiungere quasi 10€ ad azione nel 2015.

Come discusso, a partire da questo momento iniziano a verificarsi i primi segnali di rallentamento all'interno del settore delle costruzioni sia a livello italiano che internazionale. Con riferimento ai mercati esteri in cui Astaldi opera, inoltre, emergono una serie di fattori negativi che agiscono in maniera concomitante sulle attività del Gruppo. Il primo effetto che si osserva è un calo netto a 4€ nel 2016. Nel 2017 il titolo mostra alcuni segnali di ripresa, sulla spinta del nuovo piano industriale e delle azioni intraprese dal *management* al fine di rafforzare il posizionamento di Astaldi nei diversi mercati in cui opera. Malgrado ciò, a fine 2017, con l'incremento dell'esposizione finanziaria del Gruppo, si manifesta il pieno scetticismo del mercato borsistico nei confronti delle azioni intraprese dal Gruppo per rimediare alla situazione di difficoltà. Il *trend* ribassista continua fino al settembre del 2018, quando viene presentata richiesta di ingresso in procedura di concordato.

Appare quindi chiaro come alcune delle leve che avevano contraddistinto la direzione strategica del Gruppo durante l'ultimo decennio, e che avevano contribuito nello stesso periodo al suo sviluppo, si siano dimostrate nei fatti una delle cause della distruzione del valore per Astaldi: in particolare le scelte relative al grande

impegno nel campo delle concessioni e alla spinta all'internazionalizzazione. Nel primo caso, la decisione di perseguire nuovi e ambiziosi progetti nel settore delle concessioni ha rappresentato per lungo tempo un'importante leva strategica per la società, guidata dai maggiori tassi di crescita e dalla stabilità futura dei ricavi. Con il tempo, però, si è reso sempre più manifesto l'aspetto negativo delle concessioni, legato al forte impegno di capitale e al periodo di *payback* piuttosto esteso. Con riferimento all'internazionalizzazione il discorso è più complesso. In un settore come quello delle costruzioni e delle grandi opere, la presenza internazionale ha da sempre rappresentato un aspetto chiave per le aziende del settore. Nel caso di Astaldi, il verificarsi di condizioni fortemente avverse (e non imputabili alla società) in due mercati chiave come quelli turco e venezuelano ha costituito un elemento di criticità che pone sfidanti interrogativi sulla correttezza della procedura di determinazione del rischio paese e sull'adeguatezza delle operazioni di *hedging* a tale rischio connesse.

### **3.3 La fusione con il Salini Impregilo S.p.A.**

#### *3.3.1 Il profilo di Salini Impregilo<sup>247</sup>*

Il gruppo Salini Impregilo nasce con la fusione per incorporazione della società Impregilo S.p.A. in Salini S.p.A., realizzatasi il 1° gennaio 2014, momento finale di un processo avviato nel 2012 con l'ingresso di Salini nella compagine sociale di Impregilo e che ha osservato una decisa accelerazione a partire dal febbraio 2013 con il lancio di un'OPA (Offerta Pubblica d'Acquisto) totalitaria da parte di Salini. Nella storia del gruppo vi è una forte connotazione di crescita aziendale realizzata mediante operazioni di fusioni e acquisizioni.

#### *Impregilo*

La società è nata dal cosiddetto “patto GILT”, costituito da un consorzio di imprese italiane (Girola, Impresit, Lodigiani, Torno) formato nel 1955 per la realizzazione del progetto della diga di Kariba, in Africa. Alla conclusione del progetto nel 1959, le tre imprese, a esclusione della Torno, costituirono, per le opere all'estero, una società dedicata, la Impregilo-Girola-Lodigiani S.p.A. (da cui l'acronimo di “Impre-Gi-Lo”) con quote paritarie del 33%. Alla fine degli anni Ottanta, Fiat Impresit e Cogefar si unirono per formare la Cogefar-Impresit S.p.A. Nel 1994, quindi, la Cogefar-Impresit, dopo aver incorporato la società Impresit-Girola-Lodigiani S.p.A., assunse la denominazione di Impregilo S.p.A., per poi acquisire le attività delle società Lodigiani S.p.A. e Girola S.p.A. Negli anni successivi vennero realizzate una serie di operazioni di consolidamento, tra cui l'acquisizione del 30% di Gemina S.p.A. (2005). Nel 2011 è stato ridefinito l'assetto azionario di maggioranza, pari al 29,6%, gestito da un patto di sindacato paritetico, detto “Igli”, tra le società Argofin (famiglia Gavio), Autostrade (famiglia Benetton) e Immobiliare Lombarda (famiglia Ligresti). A fine

---

<sup>247</sup> Per la stesura del seguente sottoparagrafo è stato consultato il sito Internet del gruppo Webuild (*webuildgroup.com*).

2011 tutte le quote azionarie di “Igli” vengono acquisite dal gruppo Gavio che divenne così l'azionista di maggioranza relativa.

### *Salini*

Nel 1936 Pietro Salini fondò a Roma la propria impresa di costruzioni, acquisendo le prime commesse per opere nella capitale. Successivamente alla morte del fondatore l'azienda venne quindi guidata dal figlio Simonpietro che espanse l'attività del gruppo verso il continente africano. Negli anni Sessanta, infatti Salini Costruttori S.p.A. realizza la diga di Legadadi in Etiopia, la prima grande opera al di fuori della penisola italiana. Nel corso dei decenni la società rimase saldamente nelle mani della famiglia fondatrice. A seguito all'acquisizione nel 2009 della società Todini Costruzioni Generali S.p.A., Salini divenne il terzo gruppo italiano del settore costruzioni dopo Astaldi e Impregilo. Dopo soli due anni, nel 2011, attraverso l'acquisto di titoli sui mercati azionari, Salini è entrato nel capitale sociale di Impregilo con una quota di minoranza, poi incrementare fino al 29,6% (pari a quella detenuta dal gruppo Gavio) nel giugno 2012. Nel luglio dello stesso anno, l'assemblea dei soci di Impregilo, su iniziativa di Salini, delibera quindi la revoca del mandato agli amministratori in carica. Nel nuovo CdA sono nominati Pietro Salini quale AD e Claudio Costamagna nella veste di Presidente. A settembre 2012, è avviato il rilancio delle attività industriali di Impregilo mediante un accordo strategico con Salini finalizzato alla realizzazione di sinergie commerciali.

Nel febbraio 2013 Salini S.p.A. lancia un'OPA sulla totalità delle azioni ordinarie di Impregilo non ancora detenute (OPA subordinata al raggiungimento di una quota di capitale pari al 50% più una). Con il successo dell'OPA, Salini detiene la quota partecipativa dell'86,5% delle azioni ordinarie in Impregilo, ottenendone il controllo pressoché totalitario. Nel successivo CdA viene ufficializzato il progetto di fusione per incorporazione di Salini in Impregilo e si decide la nuova denominazione sociale di Salini Impregilo S.p.A. A inizio 2014 prende ufficialmente vita il gruppo Salini Impregilo, le cui attività si focalizzano nella realizzazione di grandi opere in 88 paesi. Nel 2014, attraverso un aumento di capitale condotto attraverso un'offerta rivolta al mercato, la compagine sociale del gruppo Salini Impregilo è così definita: 61,89% Salini Costruttori e 38,11% mercato.

### *3.3.2 La fusione*

L'operazione di fusione degli *asset* di Astaldi S.p.A. all'interno di Salini Impregilo (oggi Webuild) porta alla creazione del “Progetto Italia”, ovvero la realizzazione del campione nazionale delle costruzioni e delle grandi opere in grado di avere progetti in portafoglio per un valore pari a circa l'8% del PIL nazionale e in grado di competere a livello internazionale con i principali *player* europei e mondiali<sup>248</sup>. L'idea del campione nazionale

---

<sup>248</sup> <https://progettoitalia.webuildgroup.com>

non è nuova nel settore. Già a partire dagli anni Novanta e Duemila, gli operatori attivi nel mondo delle grandi opere hanno riconosciuto il valore della dimensione ai fini della competizione sul palcoscenico internazionale. La stessa acquisizione di Impregilo da parte del Gruppo Salini rende l'idea di come il settore sia intrinsecamente favorevole ad un *trend* di consolidamento tra i maggiori operatori.

Con riferimento a Progetto Italia, il 6 novembre 2020 Webuild annuncia l'acquisizione di una quota pari al 65% del capitale di Astaldi, attuando così la principale operazione nel settore delle costruzioni in Italia e un passo fondamentale nella realizzazione del Progetto stesso. Nasce un gruppo specializzato nella realizzazione di infrastrutture nei settori della mobilità, dell'energia, delle risorse idriche e delle infrastrutture civili con una quota di mercato *leader* in Italia e tra le *top 30* a livello internazionale. Inoltre con la combinazione di Webuild e Astaldi si permette l'aggregazione di competenze tecniche ed ingegneristiche innovative nonché la presenza in circa 100 cantieri operativi in tutto il mondo. Questo aspetto è particolarmente importante vista la grande attenzione posta dai governi nei programmi di investimento destinati alle infrastrutture strategiche che possano permettere non solo l'ammodernamento, ma anche un modello di sviluppo sostenibile.

Tra i progetti del portafoglio attività di Webuild rientrano una serie di opere strategiche sul territorio italiano per un valore complessivo di oltre €3,6 miliardi come la linea ferroviaria ad alta velocità Verona-Padova, i progetti della linea metropolitana 4 di Milano, la linea ferroviaria ad alta velocità Napoli-Bari<sup>249</sup>. Con la fusione in oggetto, che ha previsto la salvaguardia dei livelli occupazionali, Webuild dà lavoro circa 70mila dipendenti, tra diretti e indiretti<sup>250</sup>. È quindi fondamentale ai fini del successo dell'operazione di fusione, come si potrà osservare nei prossimi anni, la completa integrazione delle differenti culture organizzative che continuano a rappresentare un pilastro della capacità di crescita del Gruppo.

Figura 3.7 – Il Perimetro della Fusione Astaldi - Webuild



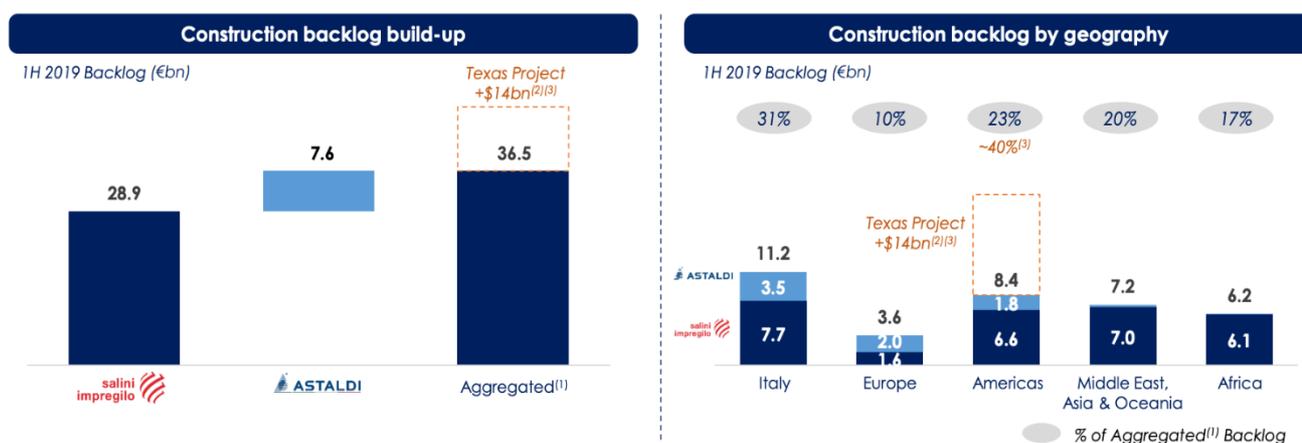
Fonte: Salini Impregilo, *A global player for the infrastructure sector*, settembre 2019.

<sup>249</sup> *Ibid.*

<sup>250</sup> *Ibid.*

Come emerge dalla Figura 7, il perimetro degli *asset* interessati dall'operazione di fusione riguarda i progetti a maggiore redditività, tra cui le opere in realizzazione in Italia e Romania e l'impianto idroelettrico di La Pinilla in Cile. Secondo le stime effettuate a metà 2019, il conferimento di queste attività comporterà maggiori ricavi per €716 milioni, un *EBITDA* superiore di €30 milioni e un flusso di cassa incrementale di €130 milioni. Al contempo vengono escluse dalla transazione le concessioni afferenti ai progetti in Turchia e Cile, i crediti vantati nei confronti del governo venezuelano e l'edificio ospitante la sede centrale di Astaldi a Roma<sup>251</sup>. I proventi derivanti dalla liquidazione di questi ultimi *asset* andranno a ripagare i creditori subordinati della società. La struttura dell'operazione si è dunque basata sulla separazione delle attività in continuità che sono state acquisite e integrate all'interno di Webuild da quelle del "Patrimonio Destinato" per le quali viene avviato un processo di liquidazione finalizzato appunto al rimborso parziale dei creditori non garantiti.

Figura 3.8 – Contributo della fusione al *backlog* di Webuild



Fonte: Salini Impregilo, *A global player for the infrastructure sector*, settembre 2019.

Con riguardo al comparto delle costruzioni (Figura 8), al 2019, l'acquisizione degli *asset* in continuità di Astaldi ha apportato un *backlog* di €7,6 miliardi in aggiunta ai €28,9 miliardi di Salini Impregilo per un totale di €36,5 miliardi a livello aggregato (escludendo i circa €12 miliardi relativi al Progetto Texas formalizzato proprio durante la finalizzazione dell'operazione<sup>252</sup>). Guardando alla composizione geografica del *backlog* emerge una quota prevalente all'interno del mercato italiano pari al 31% del totale, che fa di Webuild il *leader* di mercato, mentre nel resto d'Europa si concentra un ulteriore 10%. Un altro mercato chiave per il gruppo è poi rappresentato dalle Americhe con il 23% del *backlog* (40% considerando il Progetto Texas), mentre le aree *Middle East Asia Oceania* e *Africa* che costituiscono rispettivamente il 20% e il 17%. Da questa analisi

<sup>251</sup> Astaldi S.p.A., *Astaldi S.p.A. Restructuring Plan*, Presentazione al mercato, 7 ottobre 2019.

<sup>252</sup> Nel giugno 2021 è stato firmato da Webuild e la controllata estera Lane Construction il contratto definitivo per la costruzione della ferrovia ad alta velocità tra Houston e Dallas. Si veda: <https://texashighspeedrail.webuildgroup.com>

si evince pertanto una forte presenza del gruppo Webuild all'interno dei principali mercati globali, così come un'elevata differenziazione geografica<sup>253</sup>.

L'operazione nel suo complesso ha intercettato e coerentemente combinato gli interessi e i contributi dei diversi attori coinvolti. Innanzitutto, l'integrazione industriale ha garantito la fusione del forte *know-how* e delle diversificate competenze e capacità *manageriali* e strategiche di Salini Impregilo con il *track record*, le competenze tecniche e i progetti propri di Astaldi.

Con riferimento ai finanziatori, CDP, oltre ad aver fornito un rilevante apporto di capitale, ha dato un importante supporto istituzionale all'operazione, creando peraltro un forte rapporto con il Gruppo in formazione anche nell'ottica potenziale di future *partnerships*, mentre il *pool* di banche (Banco BPM, Intesa Sanpaolo, UniCredit) coinvolte ha garantito il sostegno finanziario essenziale per la realizzabilità dell'operazione così come per lo sviluppo futuro del *business*. In totale, dei €600 milioni raccolti, €225 milioni sono stati destinati all'aumento di capitale dedicato a Salini, mentre €375 milioni apportati a sostegno delle attività future.

I principali termini dell'operazione che ha portato alla creazione del Progetto Italia sono sintetizzati all'interno della Tabella 3 di seguito riportata.

Tabella 3.3 – Termini dell'offerta

<b>Valore dell'Offerta</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• €225 milioni</li> </ul>
<b>Quota Acquisita</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 65% del capitale azionario di Astaldi</li> </ul>
<b>Struttura dell'Operazione</b>	€324 milioni aumento di capitale complessivo in Astaldi <ul style="list-style-type: none"> <li>• €225 milioni attraverso aumento di capitale a pagamento dedicato a Salini</li> <li>• €99 milioni di conversione <i>debt-to-equity</i> di titoli di debito non garantiti</li> </ul>
<b>Risanamento di Astaldi</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Suddivisione del patrimonio di Astaldi tra attività in continuità e "patrimonio destinato". I proventi derivanti dalla liquidazione di queste ultime attività sono destinati a rimborsare i creditori non garantiti-</li> <li>• I proventi dell'aumento di capitale a pagamento di €225 milioni sono invece destinati a rimborsare i creditori garantiti e a sostenere il nuovo di <i>business plan</i> di Astaldi.</li> </ul>
<b>Azionisti Residuali di Astaldi</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Creditori non garantiti: 28,5% del capitale azionario attraverso conversione <i>debt-to-equity</i> di titoli di debito non garantiti</li> <li>• Azionisti Astaldi: 6,5% del capitale azionario</li> </ul>
<b>Condizioni Sospensive</b>	L'offerta è sottoposta alle seguenti condizioni sospensive: <ul style="list-style-type: none"> <li>• l'approvazione da parte del Tribunale;</li> <li>• il soddisfacimento dei requisiti antitrust;</li> <li>• la non manifestazione di circostanze aventi a oggetto un possibile <i>Material Adverse Change</i> nelle condizioni di Astaldi.</li> </ul>

Fonte: ns. elaborazione sulla base dei dati desunti da Webuild Group, *Webuild conclude con successo l'acquisizione di Astaldi attraverso l'aumento di capitale*, Comunicato stampa, 6 novembre 2020.

<sup>253</sup> Salini Impregilo, *A global player for the infrastructure sector*, settembre 2019.

Come già detto, l'operazione di scissione e di successiva fusione delle attività in continuità ha consentito di integrare le due realtà industriali, con il fine di creare un grande *player* delle infrastrutture capace di supportare lo sviluppo infrastrutturale del paese. Rientrano nello scopo dell'integrazione anche importanti sinergie a carattere operativo, economico e finanziario, nonché la possibilità per gli azionisti di Astaldi di partecipare allo sviluppo delle attività integrate del Gruppo Webuild.

Quanto discusso è il risultato dell'emissione di:

- 107.771.755 nuove azioni ordinarie, destinate agli azionisti di Astaldi (diversi da Webuild), da assegnare in ragione di 203 azioni ordinarie Webuild per ogni 1.000 azioni ordinarie Astaldi con annullamento delle corrispondenti azioni Astaldi;
- 80.738.448 *warrant* in favore dei possessori di azioni ordinarie di Webuild, destinati a sostituire i “*warrant* antidiluitivi” di Astaldi, assegnati in ragione di 0,090496435 *warrant* per ogni azione ordinaria Webuild in possesso;
- 15.223.311 *warrant* destinati a sostituire “*warrant* finanziatori” di Astaldi, assegnati agli istituti di credito coinvolti nell'operazione.

Al perfezionamento dell'operazione, la compagine societaria di Webuild è sintetizzata mediante la Tabella 4.

Tabella 3.4 – Compagine azionaria Webuild post-fusione

Azionista	% Capitale Azionario
Salini Costruttori	40,4%
CDP Equity	16,8%
Unicredit	5,4%
Impresa Sanpaolo	5,2%
Banco BPM	0,9%
Azioni Proprie	0,5%
Capitale Flottante	30,8%
<b>Totale</b>	<b>100%</b>
<b>Totale Azioni (milioni)</b>	<b>994,0</b>

Fonte: ns. elaborazione sulla base dei dati desunti da Webuild Group, *Webuild conclude con successo l'acquisizione di Astaldi attraverso l'aumento di capitale*, Comunicato stampa, 6 novembre 2020.

### 3.4 Analisi dell'operazione di fusione

#### 3.4.1 I modelli valutativi utilizzati

Come anticipato nella sintesi dei termini dell'operazione, il valore di concambio per combinazione delle due società è stato determinato in misura pari a n. 203 azioni ordinarie Webuild per ogni 1.000 azioni ordinarie detenute dai soci di Astaldi. Di seguito sono descritte nel dettaglio le principali caratteristiche dell'operazione risultanti dalla versione finale del concordato:

- gli azionisti Astaldi riceveranno azioni Webuild in ragione del rapporto di assegnazione e tutte le azioni Astaldi verranno azzerate. Contestualmente viene ricostituito con sottoscrizione di nuovo capitale il veicolo societario necessario per la gestione e la dismissione del Patrimonio Destinato;
- Webuild emetterà due categorie di *warrant*, in sostituzione rispettivamente: (i) dei “*warrant* antidiluitivi”, destinati a Webuild e finalizzati ad assicurare all'acquirente l'assenza di una variazione nella propria partecipazione finale nel capitale di Astaldi in caso di sottoscrizione delle azioni Astaldi riservate ai creditori chirografari (assegnati in proporzione rispetto alla partecipazione detenuta dagli stessi alla data di efficacia della scissione) e (ii) dei “*warrant* finanziatori”, emessi da Astaldi in esecuzione del Concordato e destinati agli istituti finanziari che hanno erogato risorse nel corso della medesima procedura, per assicurare a tali istituti la possibilità di sottoscrivere una partecipazione nel capitale azionario di Astaldi;
- gli eventuali creditori chirografari di Astaldi, riconosciuti dei loro diritti successivamente alla data di efficacia della scissione, avranno diritto a ricevere azioni ordinarie di Webuild nonché il diritto a ricevere strumenti finanziari partecipativi da Astaldi relativamente al Patrimonio Destinato;
- i diritti e gli obblighi facenti capo al Patrimonio Destinato restano in capo ad Astaldi, pur considerando il vincolo di destinazione del Patrimonio stesso.

Nel prosieguo del paragrafo, si ripercorre la determinazione del valore di concambio alla luce delle valutazioni svolte ai fini della realizzazione dell'operazione<sup>254</sup>. Sono state adottati tre modelli valutativi: il criterio finanziario *unlevered*, il criterio della valutazione di controllo e il criterio della valutazione di borsa.

#### *Il criterio finanziario unlevered*

Con l'applicazione del criterio di valutazione finanziario *unlevered* si è tenuto conto delle seguenti assunzioni:

- il valore attuale dei flussi di cassa *unlevered* viene stimato mediante l'attualizzazione, al costo medio ponderato del capitale (WACC *weighted average cost of capital*), dei *free cash flow* previsti nel periodo

---

<sup>254</sup> Webuild Group, *Documento Informativo relativo alla scissione parziale di Astaldi S.p.A. in favore di Webuild S.p.A.*, Documento informativo, 15 aprile 2021.

2021-2023 per gli *asset* oggetto dell'operazione, e determinati sulla base dei piani industriali approvati dai CdA di Salini-Impregilo e Astaldi;

- il WACC utilizzato è stato stimato nella misura del 7,9% per Webuild e al 9,4% per Astaldi;
- il *terminal value* (TV) è stato calcolato capitalizzando il flusso di cassa *unlevered* atteso per il periodo successivo all'ultimo anno di piano (2023) al WACC ridotto del tasso di crescita *g*;
- il tasso di crescita *g* è stato determinato pari all'1,4%;
- gli *equity investments* relativi alle partecipazioni di minoranza delle due società, il cui valore non è incluso nella stima dell'*Enterprise Value*, riflettono i valori di bilancio al 31 dicembre 2020;
- la PFN per le due società è stata determinata sulla base dei dati contabili presentati al 31 dicembre 2020.
- le *minorities* (o interessi di terzi) delle due società sono state calcolate al 31 dicembre 2020; quindi sono state sottratte dalla stima dell'*Enterprise Value* delle due società;
- il TFR è calcolato al 31 dicembre 2020 ed è stato sottratto dalla stima dell'*Enterprise Value* delle due società;
- per Astaldi, il valore attuale dei benefici fiscali relativi ai costi deducibili di *warrant* finanziatori è stato sommato alla stima dell'*Enterprise Value*;
- il valore economico della partecipazione di Webuild nel capitale azionario di Astaldi viene determinato pari al valore pro quota dell'*Equity Value* della partecipata calcolato secondo il criterio finanziario *unlevered*.

Alla luce di quanto discusso, gli *Equity Value* di Webuild e Astaldi, e la conseguente stima del rapporto di concambio, relativa al criterio finanziario *unlevered*, e corrispondente a 0.195x, sono illustrati all'interno della Tabella 5.

Tabella 3.5 – Rapporto di assegnazione criterio finanziario unlevered

(€ milioni)	Webuild	Astaldi
Equity Value	4,227	1,412
Rapporto di assegnazione	0,195x	

Fonte: ns. elaborazione sulla base dei dati desunti da Webuild Group, *Definito il rapporto di concambio, le tempistiche e le modalità per il processo di integrazione societaria fra Webuild e Astaldi*, Presentazione al mercato, 2021

### *I criteri della valutazione di controllo*

Un primo approccio nella stima della valutazione di controllo afferisce al criterio dei multipli di borsa stimati attraverso società comparabili.

Le assunzioni alla base del criterio in esame vengono illustrate di seguito:

- il campione di società comparabili è stato determinato sulla base di informazioni fornite dal *management* delle due società, dalle informazioni ricavate dal *database* Factset<sup>255</sup> e dai report degli analisti. In totale sono state selezionate 19 società operanti a livello internazionale;
- con riguardo al calcolo dei multipli, per ciascuna società del campione:
  - o l'*Enterprise Value* è stato calcolato sulla capitalizzazione di Borsa (prezzi azionari medi ponderati) e sui dati patrimoniali tratti dai più recenti *report* contabili;
  - o i valori di *Sales* ed *EBIT* corrispondono alle stime Factset per gli esercizi 2021, 2022 e 2023;
- con riguardo ai dati specifici di Webuild e Astaldi utilizzati nell'applicazione del metodo in questione sono state formulate le seguenti ipotesi:
  - o i dati relativi a *Sales* ed *EBIT* 2021, 2022 e 2023 sono corrispondenti a quelli di piano;
  - o i dati patrimoniali sono stati desunti sulla base delle grandezze presentate nelle più recenti situazioni patrimoniali consolidate delle due società;
  - o la relazione tra i multipli *EV/Sales* e gli *EBIT margin* previsti negli anni 2021, 2022 e 2023 è stata determinata attraverso il metodo di regressione di primo grado;
- per Astaldi, il valore attuale dei benefici fiscali relativi ai costi deducibili dei *warrant* finanziatori è stato sommato alla stima dell'*enterprise value*;
- il valore economico della partecipazione di Webuild nel capitale azionario di Astaldi viene determinato pari al valore pro quota dell'*Equity Value* della partecipata calcolato secondo il criterio finanziario *unlevered*.

Alla luce di quanto discusso, gli *Equity Value* di Webuild e Astaldi, e la conseguente stima dei rapporti di assegnazione così determinati, vengono illustrati all'interno della Tabella 6.

Tabella 3.6 – Rapporto di assegnazione criterio valutazione di controllo

Società comparabili (€ milioni)	EV/EBIT		
	2021	2022	2023
Astaldi	1,147	1,165	1,229
Webuild	2,954	2,770	3,287
Rapporto di assegnazione	0,227x	0,245x	0,218x

<sup>255</sup> [www.factset.com](http://www.factset.com)

Società comparabili	EV/Sales regredito su EBIT Margin		
	2021	2022	2023
(€ milioni)			
Astaldi	1,049	1,095	1,130
Webuild	2,663	2,590	3,582
Rapporto di assegnazione	0,230x	0,247x	0,184x

Fonte: ns. elaborazione sulla base dei dati desunti da Webuild Group, *Documento informativo relativo alla scissione parziale di Astaldi S.p.A. in favore di Webuild S.p.A.*, 15 aprile 2021

### *Il criterio delle quotazioni di Borsa*

Come ampiamente discusso nel Capitolo 2<sup>256</sup>, la necessaria condizione preliminare ai fini dell'utilizzo del criterio delle quotazioni di borsa riguarda il processo di formazione dei prezzi, ovvero l'esistenza di un mercato efficiente privo di condizionamenti dei prezzi derivanti da dinamiche o eventi straordinari. Al fine dell'analisi si considerano i prezzi di borsa delle società nei 12 mesi precedenti la transazione. Tuttavia, dal momento che per Astaldi si osserva una scarsa significatività degli stessi, si considera il rapporto di assegnazione implicito nei prezzi di borsa delle due società nel periodo successivo all'esecuzione degli aumenti di capitale di Astaldi. Ciononostante, si evidenziano comunque possibili limitazioni alla significatività nell'applicazione di tale metodo, a causa dell'elevata volatilità dei prezzi di entrambe le società nel periodo considerato, dell'asimmetria informativa relativa alla situazione di Astaldi, della diffusione di *rumors* di mercato all'interno di *broker reports*, e del limitato orizzonte temporale di analisi.

In ragione delle considerazioni esposte, il rapporto di concambio risultante del criterio delle quotazioni di borsa è definito all'interno del *range* [0,237x; 0,276x], come si evince dalla Tabella 7.

Tabella 3.7 – Rapporto di assegnazione criterio di quotazione di Borsa

Criterio delle quotazioni di Borsa	Spot	Media Semplice			
		1m	2m	3m	06.11.2020
	2021				
Astaldi	0,372	0,428	0,360	0,348	0,345
Webuild	1,567	1,587	1,410	1,352	1,319
Rapporto di assegnazione	0,237x	0,270x	0,256x	0,257x	0,262x

<sup>256</sup> Cfr. paragrafo 2.2 "Nozioni di capitale e valore".

Criterio delle quotazioni di Borsa	Spot	Media Ponderata			
		1m	2m	3m	06.11.2020
Astaldi	0,372	0,415	0397	0,388	0,379
Webuild	1,567	1,578	1,478	1,432	1,374
Rapporto di assegnazione	0,237x	0,263x	0,269x	0,271x	0,276x

Fonte: ns. elaborazione sulla base dei dati desunti da Webuild Group, *Documento informativo relativo alla scissione parziale di Astaldi S.p.A. in favore di Webuild S.p.A.*, 15 aprile 2021

### 3.4.2 La determinazione del rapporto di concambio<sup>257</sup>

Tenuto conto del fatto che l'operazione di scissione/fusione in esame è stata realizzata mediante l'assegnazione delle azioni ordinarie di Webuild in cambio di azioni ordinarie di Astaldi, i valori economici unitari relativi alle azioni ordinarie delle due società sono determinati rapportando separatamente gli *Equity Value* di Webuild e Astaldi, come determinati nei precedenti paragrafi. Data la presenza di azioni di risparmio emesse da Salini-Impregilo, è stato inoltre necessario rideterminarne il valore di queste ultime, in funzione del rapporto fra i prezzi medi di borsa delle due tipologie di titoli (azioni ordinarie e di risparmio), lungo un orizzonte temporale significativo. Al momento della determinazione del rapporto di concambio, il numero complessivo di "azioni ordinarie equivalenti" di Webuild era di 897.856.602, mentre il numero di azioni ordinarie di Astaldi era pari a 1.538.145.867 (Tabella 8)<sup>258</sup>.

Tabella 3.8 – Numero azioni considerate ai fini valutativi

	Numero Azioni	
	Webuild	Astaldi
Capitale Sociale	892.172.691	1.480.136.785
Azioni di Risparmio	1.615.491	-
Rapporto di Conversione	4.3x	-
Azioni Ordinarie Equivalenti	7.014.756	-
Azioni per <i>Warrant</i> Finanziatori	-	74.991.680
Azioni Proprie o equivalenti	(1.330.845)	(16.982.598)
Totale Azioni Considerate	897.856.602	1.538.145.867

Fonte: ns. elaborazione sulla base dei dati desunti da Webuild Group, *Documento informativo relativo alla scissione parziale di Astaldi S.p.A. in favore di Webuild S.p.A.*, 15 aprile 2021

<sup>257</sup> Webuild Group, *Definito il rapporto di concambio, le tempistiche e le modalità per il processo di integrazione societaria tra Webuild e Astaldi*, Comunicato stampa, 2021.

<sup>258</sup> Entrambi i valori sono considerati al netto delle azioni proprie.

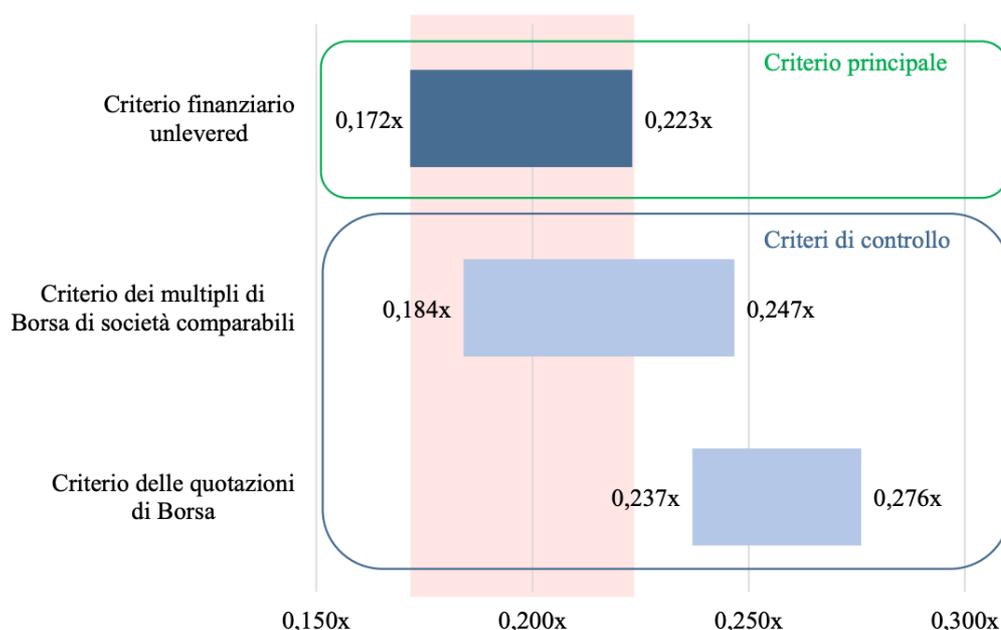
Un'analisi di sensitività è stata poi condotta sui risultati derivanti dal criterio finanziario *unlevered* per valutarne la stabilità rispetto a possibili variazioni nelle assunzioni adoperate nella valutazione. Le variabili oggetto dell'analisi di sensitività (per entrambe le società) sono state:

- il WACC: variabilità definita in un *range* di +/- 1% rispetto al WACC di riferimento;
- il tasso di crescita dei flussi di cassa *g*: variabilità definita in un *range* di +/- 1% rispetto al tasso *g* di riferimento;
- l'incidenza dei *CAPEX* sul TV: variabilità definita in un *range* di +/- 25% rispetto alle assunzioni adottate nella valutazione.

La risultante di questa analisi di sensitività rispetto al criterio finanziario *unlevered* vede un rapporto di concambio compreso nel *range* [0,172x; 0,223x] azioni ordinarie di Webuild per ogni azione ordinaria di Astaldi.

L'analisi di sensitività svolta ha quindi permesso di ottenere un *range* di possibili rapporti di concambio tra azioni Astaldi e nuove azioni Webuild, validato anche attraverso l'utilizzo di criteri di controllo.

Figura 3.9 – Sintesi dei rapporti di assegnazione



Fonte: Webuild Group, Documento Informativo relativo alla scissione parziale di Astaldi S.p.A. in favore di Salini Impregilo S.p.A., 2021

La Figura 9 riporta la sintesi dei risultati ottenuti attraverso i vari criteri di valutazione utilizzati. In particolare, se ne evince che:

- il criterio *unlevered*, definito come metodo di riferimento, determina un possibile *range* di rapporti di concambio compreso appunto tra 0,172x e 0,223x, con un valore centrale di 0,195x;

- i criteri di mercato, aventi funzione di controllo, confermano parzialmente i risultati ottenuti con il metodo principale (*unlevered*), con una tendenza rivolta a valori prossimi all'*output* massimo del criterio principale stesso.

In conclusione, alla luce delle considerazioni effettuate, si delinea un possibile *range* definito tra 0,172x e 0,223x azioni ordinarie di Webuild per una azione ordinaria di Astaldi quali valori ritenuti più probabili ai fini della determinazione di un congruo rapporto di concambio. In particolare, il rapporto di assegnazione pari a 0,223x rappresenta il valore maggiormente coerente con le valutazioni di controllo effettuate.

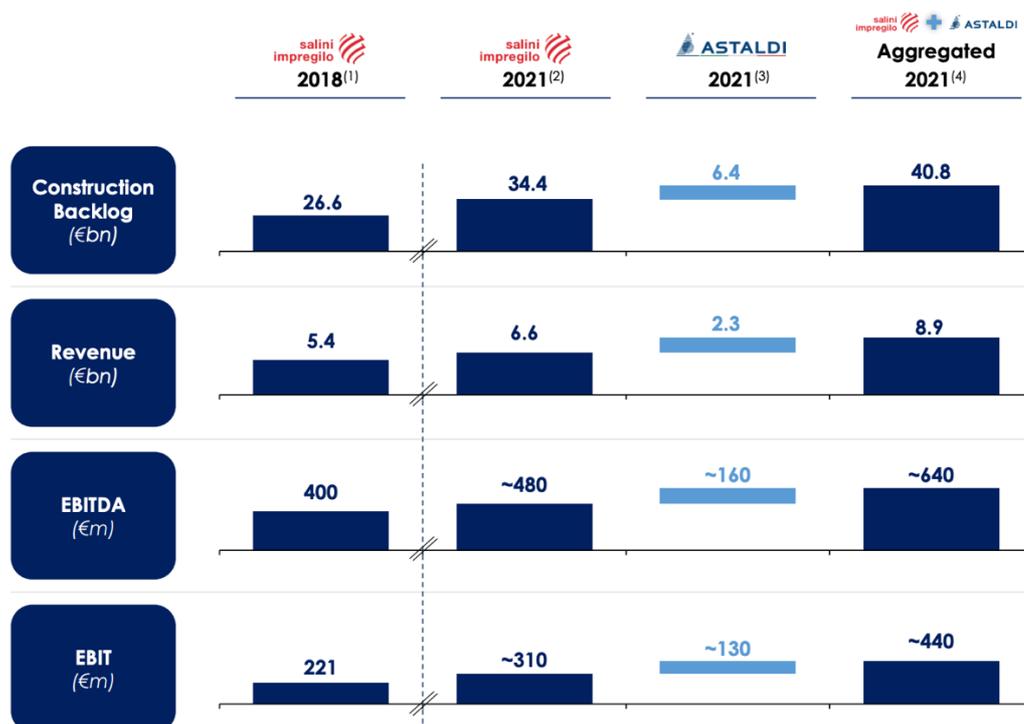
### 3.5 Il risultato dell'operazione

#### 3.5.1 *Analisi patrimoniale-finanziaria*

Il processo di integrazione di Astaldi all'interno del gruppo Salini Impregilo, pur avendo una chiara logica industriale, presenta le incertezze e i rischi tipici delle operazioni straordinarie, sia in termini di risorse impiegate che in merito al necessario sforzo di coordinamento tra il *management* delle due società. Inoltre, a differenza di processi di integrazione tradizionali, l'integrazione degli *asset* Astaldi in Webuild potrebbe causare l'insorgenza di problematiche legate alla situazione debitoria di Astaldi, in termini di costi e passività non previsti al momento dell'accordo. Per le medesime ragioni, è possibile che post-integrazione, Webuild non riesca a realizzare i margini reddituali ipotizzati e che insorgano possibili minusvalenze e/o insussistenze o appunto passività non rilevate nel corso della *due diligence* propedeutica alla presentazione dell'offerta del 14 febbraio 2019.

Come già precedentemente evidenziato, il principale *driver* di valore alla base della decisione di combinazione tra Salini Impregilo e Astaldi riguarda il vantaggio di dar vita a un campione nazionale di maggiore dimensione e in grado di competere con i principali *player* stranieri. A tal proposito, con riferimento ai dati di piano stimati al 2019, si osservava come la fusione tra le due realtà avrebbe garantito a Salini Impregilo un maggior valore di €6,4 miliardi di *backlog*, per un totale di €40,8 miliardi nel 2021 (Figura 10). Le previsioni hanno considerato i nuovi ordini derivanti dalla fusione per incorporazione di Astaldi sulla base della reale capacità di soddisfare la domanda di mercato. È necessario ricordare come tali stime siano state effettuate prima dell'avvento del *Covid-19* e che, pertanto, come evidenziato nel prossimo paragrafo, saranno soggette a una variazione al ribasso nei dati a consuntivo del bilancio consolidato 2021. Con riferimento alle grandezze reddituali, sempre nella Figura 6, è possibile osservare una simile previsione di crescita, con un miglioramento di ricavi, *EBITDA* ed *EBIT* (su questi ultimi due risultati è stato previsto il contestuale effetto positivo legato alla razionalizzazione dei costi indiretti).

Figura 3.10 – Prospetto di combinazione economica Salini Impregilo - Astaldi

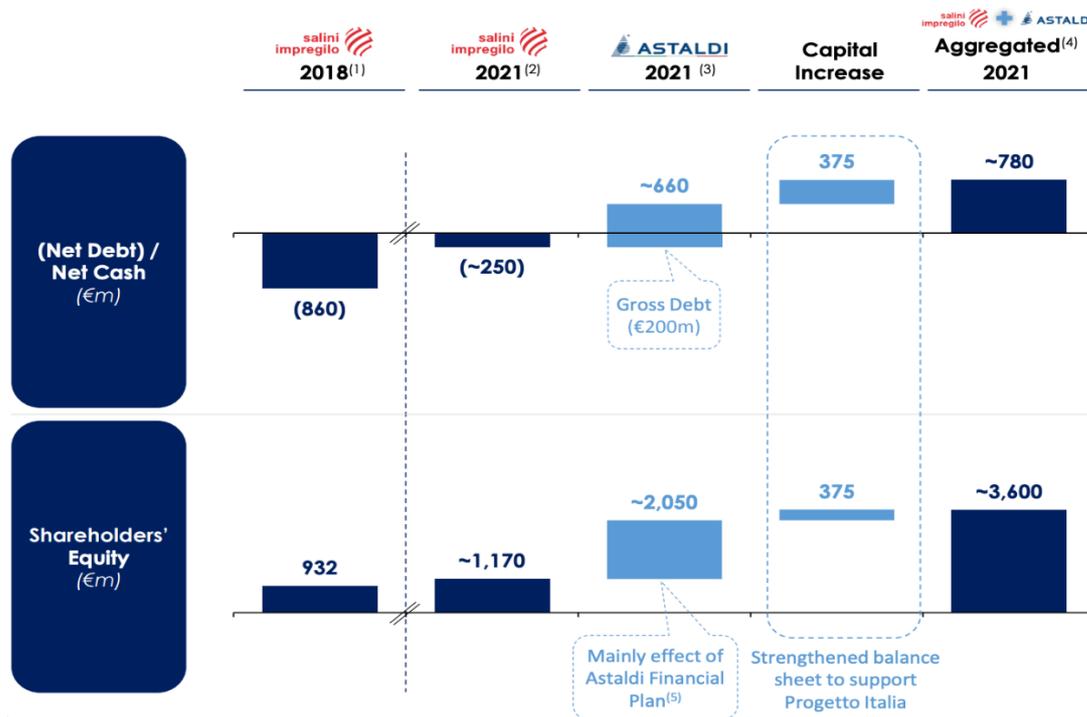


Fonte: Salini Impregilo, *A global player for the infrastructure sector*, settembre 2019.

Di grande rilevanza risulta anche le previsioni (2019) afferenti la dimensione finanziaria e patrimoniale del nascento Gruppo Webuild, considerate le cause e le ragioni stesse che hanno condotto alla realizzazione della fusione. Con riferimento alla posizione finanziaria netta, era stato ipotizzato che l'operazione, attraverso l'aumento di capitale e grazie alle risorse immediatamente liquidabili detenute da Astaldi al momento della fusione, avrebbe garantito una disponibilità netta di cassa pari a circa €780 milioni (Figura 11).

Allo stesso tempo, era stato stimato che la somma del capitale di Salini Impregilo e di Astaldi e l'aumento di capitale necessario al perfezionamento dell'operazione, sarebbero risultati in una patrimonializzazione di circa €3.600 miliardi. Si è assunto inoltre che al completamento dell'operazione entrambe le entità avrebbero mantenuto un *rating* a livello *investment grade*.

Figura 3.11 – Prospet-to di combinazione finanziaria-patrimoniale Salini Impregilo-Astaldi (€ milioni)

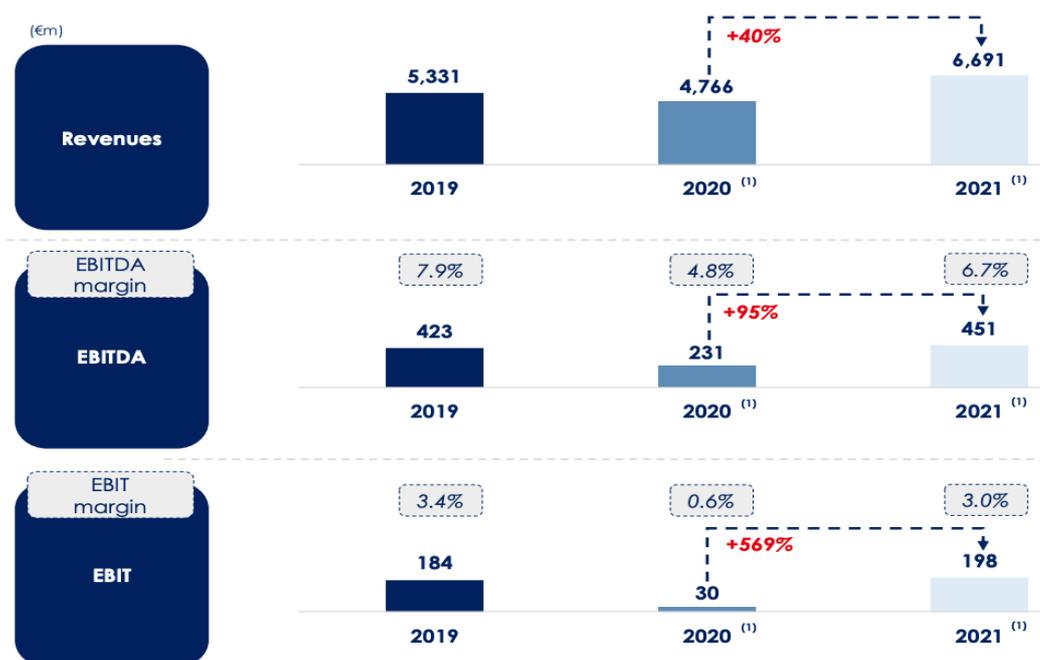


Fonte: Salini Impregilo, *A global player for the infrastructure sector*, settembre 2019.

### 3.5.2 Risultati ed evidenze post-fusione

Nel presente paragrafo analizziamo infine gli effetti della fusione desumibili dall'analisi dei risultati conseguiti nel 2021 da Webuild. A tal fine si adoperano alcuni dati sintetici a carattere reddituale, operativo e competitivo, per poter apprezzare al meglio l'impatto della combinazione con le attività di Astaldi attraverso l'evidenza dei dati comunicati ai mercati.

Figura 3.12 – I Risultati reddituali post-fusione



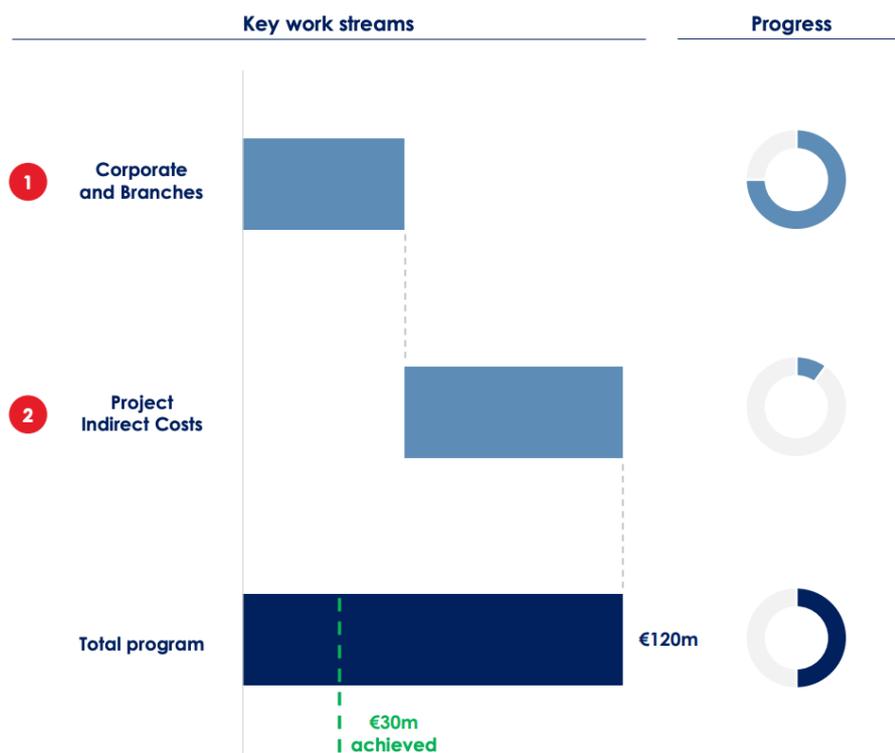
Fonte: Webuild, *Full Year 2021 Financial Results*, Presentazione agli investitori, 18 marzo 2021.

Nell'analisi dei risultati di Webuild conseguiti nel 2021, è possibile apprezzare l'effetto apportato da Astaldi in termini di ricavi, *EBITDA* ed *EBIT* (Figura 12). Con riferimento ai ricavi, pari a €6.691 miliardi<sup>259</sup>, Webuild mostra un netto miglioramento rispetto al 2020<sup>260</sup>, con un aumento del 40%. Tale scostamento è legato alla ripresa delle attività nel settore delle costruzioni e proprio agli effetti derivanti della combinazione con Astaldi. Con riferimento alla marginalità operativa, l'*EBITDA* ha osservato un aumento in termini assoluti del 95% passando a €451 milioni, mentre l'*EBIT* è cresciuto addirittura del 569% passando a €198 milioni. In generale, Webuild ha nettamente migliorato le proprie *performance* rispetto ai risultati del 2020, superando in termini assoluti anche i risultati pre-pandemici (del 2019, anno in cui l'operazione di fusione per incorporazione con Astaldi non era ancora stata finalizzata). In termini percentuali, tuttavia, a fronte del marcato incremento registrato rispetto all'anno precedente, sia l'*EBITDA Margin* che l'*EBIT Margin* si mantengono sensibilmente inferiori ai livelli registrati nel 2019 (rispettivamente 6,7% contro 7,9% e 3,0% contro 3,4%).

<sup>259</sup> Il dato si considera su base *adjusted*. Il dato relativo ai ricavi non-*adjusted* è di €6.552 come riportato all'interno della Tabella 9.

<sup>260</sup> Anno i cui risultati sono stati peraltro pesantemente influenzati dalla diffusione della pandemia di *Covid-19*.

Figura 3.13 – Sinergie conseguibili post-combinazione



Fonte: Webuild, *Full Year 2021 Financial Results*, Presentazione agli investitori, 18 marzo 2021.

Per quanto riguarda il conseguimento delle sinergie operative (Figura 13), sono state implementate circa 20 iniziative legate alla gestione degli *asset* e del personale, alla riorganizzazione delle *branch* locali e all'internalizzazione delle risorse apportate da Astaldi. Tra le principali aree di intervento vi sono state la standardizzazione e la centralizzazione delle attività di *back-office* (tra cui amministrazione finanza e controllo, *procurement* e risorse umane) sui progetti e nei consorzi italiani, abilitando l'automazione, e la definizione di politiche *standard* (*i.e. housing* e locazioni). In totale, le sinergie attese a livello di *EBIT* sono di circa €120 milioni conseguibili pienamente a partire dal 2023 (al 2021 €30 milioni sarebbero già stati realizzati con ulteriori €45 attesi nel 2022). Lo *status* a fine 2021 vede un sostanziale avanzamento per quanto riguarda le azioni relative all'ambito *corporate* e *branches*, mentre risulta ancora incompleta l'implementazione delle azioni afferenti la gestione dei costi indiretti di progetto (azioni, quest'ultime, che peraltro producono l'impatto maggiore sul totale delle sinergie).

Tabella 3.9 - Top 15 Gruppi di Costruzioni Europei

#	Gruppo (Paese)	Volume d'Affari 2021 (milioni €)	EBIT 2021 (milioni €)
1	Vinci (Francia)	49.396	4.723
2	Bouygues (Francia)	27.822	825
3	ACS (Spagna)	27.853	1.084
4	Eiffage (Francia)	19.721	1.868
5	Strabag (Austria)	15.299	896
6	Skanska (Svezia)	14.401	959
7	Acciona (Spagna)	8.778	829
8	Balfour Beatty (UK)	8.558	48
9	Royal BAM (Olanda)	7.315	78
10	Ferrovial (Spagna)	6.778	1.476
11	FCC (Spagna)	6.659	802
<b>12</b>	<b>Webuild (Italia)</b>	<b>6.552</b>	<b>198</b>
13	Volker Wessels (Olanda)	6.193	nd
14	Peab (Svezia)	5.858	302
15	NCC (Svezia)	5.212	178

Fonte: ns. rielaborazione dei dati tratti da *IlSole24Ore, I Top 30 Gruppi di Costruzioni Europei*, 3 maggio 2021.

Attraverso l'acquisizione degli *asset* di Astaldi, inoltre, il gruppo Webuild è passato dalla 15° alla 12° posizione nella classifica dei maggiori *player* europei in termini di fatturato nel settore delle costruzioni, guadagnando così in termini di economie di scala e di forza contrattuale rispetto ai principali *competitors* (Tabella 3.9). Benché Webuild sia sostanzialmente lontano dai *leader* del settore, va sottolineato come con Progetto Italia sia divenuto il primo gruppo del nostro paese e si sia posizionato strategicamente in tutti i mercati chiave mondiali. Si prospettano quindi ulteriori opportunità future di crescita, operando peraltro in uno dei settori che registrerà un maggiore sviluppo nei prossimi anni, specie se considerati i numerosi progetti e opere che verranno commissionate dai governi nell'ottica della ripresa post-pandemica.

## Conclusioni

Le imprese familiari rappresentano la forma più antica di organizzazione aziendale e la tipologia di *governance* più diffusa nella maggior parte dei paesi del mondo. La loro rilevanza nel sistema economico mondiale è confermata dal loro contributo alla formazione del PIL e alla creazione di occupazione.

Nonostante la loro attività spesso non sia indirizzata in via esclusiva al raggiungimento di obiettivi di tipo economico, ma anche al soddisfacimento delle esigenze e delle aspettative proprie del nucleo familiare, le evidenze empiriche mostrano come spesso le *family business* siano in grado di ottenere migliori *performance* rispetto alle altre tipologie aziendali, grazie a una maggiore flessibilità e rapidità decisionale, alla visione di lungo periodo (*patient capital*), alla stabilità dell'assetto proprietario, alla minimizzazione dei costi di controllo sull'operato del *management* (*agency cost type I*).

Considerate le recenti tendenze che stanno scuotendo i mercati internazionali, vale a dire la sempre più accesa concorrenza a livello mondiale (sia tra *competitors* tradizionali, che tra aziende operanti in mercati concettualmente e geograficamente distanti - c.d. "appiattimento" dell'economia -) e il processo di concentrazione generalizzata di diversi settori in singole realtà aziendali sempre più grandi ed efficienti, la sfida del passaggio dimensionale per le *family business* non è più posticipabile. Oggi, infatti, la tensione competitiva collegata alla globalizzazione dei mercati e alla crescita, in numero ed efficienza, dei *competitors* rende il fattore dimensionale una leva chiave al fine di non venire investiti dai giganti multinazionali e poter continuare a operare con successo.

Fra i numerosi strumenti a disposizione, la strategia di crescita per via esterna, attraverso operazioni di fusione e acquisizione (*M&A*), può risultare particolarmente efficace per l'evoluzione e lo sviluppo di un'impresa familiare. Ai fini del suo successo è però assolutamente necessaria la piena condivisione da parte dell'intero sistema aziendale, in particolare dal *management* esterno e dalla famiglia imprenditoriale, degli obiettivi e del percorso di sviluppo individuato, considerati i numerosi rischi impliciti nella realizzazione delle operazioni straordinarie.

I più recenti dati dimostrano come, contrariamente alle previsioni, neanche la crisi economica scaturita dal dilagare della pandemia da *Covid-19* sia stata in grado di destabilizzare sensibilmente il mercato *M&A*, né in termini di volume che di controvalore totale delle operazioni, a dimostrazione della resilienza, specie in determinati settori, dei processi di integrazione aziendale, avvertiti come urgenti e assolutamente inevitabili dalle stesse imprese che ne vengono coinvolte.

La frequenza delle operazioni di *M&A*, unita alla ormai condivisa consapevolezza dell'inadeguatezza e inaffidabilità dei meri risultati contabili nella determinazione della *performance*, ha reso la misurazione del valore uno strumento indispensabile al fine di comprendere se l'attività d'impresa abbia contribuito alla

creazione di nuovo valore. La valutazione d'azienda risulta peraltro essenziale per la definizione e il monitoraggio delle decisioni strategiche e per la formazione di un giudizio sull'operato del *management*.

Attraverso lo studio e l'analisi degli eventi e del processo che hanno condotto alla fusione fra Astaldi e Salini Impregilo è stato possibile valutare, per mezzo di un caso concreto, la correttezza di quanto si è andato sostenendo in via teorica nel corso del capitolo dedicato alle imprese familiari.

Fino all'anno 2016, Astaldi poteva essere giudicata a tutti gli effetti un'azienda sana e in costante crescita, sia in termini di fatturato che di utile, particolarmente resiliente agli eventi macroeconomici avversi, con una forte diversificazione geografica e produttiva, presente sui principali mercati internazionali e con un livello d'indebitamento sostenibile. Proprio uno degli apparenti punti di forza del gruppo, tuttavia, è stato alla base della crisi di liquidità che lo ha portato sull'orlo del fallimento. Ancora più che negli avversi eventi esterni (crollo della lira turca, crisi venezuelana), infatti, i principali responsabili dell'improvviso peggioramento dell'equilibrio economico-finanziario di Astaldi devono essere individuati proprio nelle scelte del *management* che hanno condotto a una squilibrata diversificazione geografica e alla sottovalutazione del rischio collegato all'investimento in determinati paesi, che si è tradotta anche in un'inadeguata predisposizione degli opportuni strumenti di copertura (*hedging*).

Viceversa, Salini, anch'essa una *family business*, nell'arco di due generazioni è stata in grado di crescere, grazie anche alle geniali capacità imprenditoriali di alcuni membri della famiglia proprietaria, sino a diventare la realtà *leader* del settore delle costruzioni in Italia e fra i principali *player* a livello mondiale. Un forte contributo a tale sviluppo è stato dato dalle numerose operazioni di *business combination* di cui è costellata la sua storia, la più rilevante delle quali va individuata proprio nella fusione per incorporazione di Astaldi che ha dato vita al Progetto Italia e al Gruppo Webuild.

Il principale *driver* di valore alla base della decisione di tale integrazione aziendale va appunto individuato nell'obiettivo di dar vita a un campione nazionale di maggiore dimensione e in grado di competere con i principali *player* stranieri.

I risultati del 2021 relativi al Gruppo Webuild dimostrano come, nonostante lo scoppio della pandemia, il *deal* abbia rispettato le principali aspettative di crescita. Tutti i principali indicatori reddituali hanno infatti registrato un significativo aumento (+40% fatturato, +95% *EBITDA*, +569% *EBIT*), sebbene l'impatto della crisi economica globale abbia contribuito a mantenere l'*EBITDA Margin* e l'*EBIT Margin* sensibilmente inferiori a quelli degli anni pre-pandemici; situazione, quest'ultima, molto probabilmente solo temporanea. Altrettanto positive appaiono le previsioni future rispetto al pieno sfruttamento dei vantaggi sinergici derivanti dall'integrazione aziendale: le sinergie attese a livello di *EBIT* sono di circa €120 milioni, conseguibili pienamente a partire dal 2023.

Astaldi e Salini Impregilo rappresentano dunque due opposti esempi di evoluzione di un'impresa familiare.

Il caso analizzato evidenzia come non sia possibile fornire una risposta univoca alla domanda circa il più efficiente modello di organizzazione aziendale, coerentemente con quanto sostenuto da buona parte della letteratura. Una molteplicità di fattori, tra i quali differenti capacità imprenditoriali e manageriali, localizzazione geografica, settore di appartenenza, conflittualità o armonia decisionale fra i membri della famiglia, apertura all'innovazione tecnologica e produttiva, tempestività del processo di successione generazionale, possono determinare processi creativi/distruuttivi sulle dinamiche di valore di una *family business*. Dunque, la maggiore sfida cui le imprese familiari sono chiamate a rispondere riguarda la capacità di preservare e mantenere i punti di forza tipici di tale tipologia di organizzazione aziendale senza per questo rifiutare di crescere e di innovarsi, facendo propri i vantaggi caratteristici della formula di *governance* di tipo manageriale, tipica delle *public company*, generalmente considerata la più adatta a sfruttare le economie di scala.

## BIBLIOGRAFIA

– A –

- H. ALMEIDA, D. WOLZEFON, *A Theory of Pyramidal Ownership and Family Business Groups*, 2006;
- A. AMADUZZI, *La fusione delle imprese*, Cacucci, Bari, 1995;
- M. AMRAN, N. KULATILAKA, *Real Options: Managing Strategic Investment in an Uncertain World*, Harvard Business School Press, Boston, 1999;
- R.C. ANDERSON, S.A. MANSI, D.M. REEB, *Founding Family Ownership and the Agency Cost of Debt*, *Journal of Financial Economics*, 2003;
- G. ANDRADE, M. MITCHELL, E. STAFFORD, *New Evidence and Perspectives on Mergers*, *Journal of Economic Perspectives*, n.15, 2001;
- ASTALDI S.p.A., *Il Consiglio di Amministrazione della Astaldi approva il Piano Industriale 2009-2013*, Comunicato stampa, 15 maggio 2009;
- ASTALDI S.p.A., *Delivering Earnings & Dividend Growth Increased Financial Strength - Business Plan 2013 – 2018*, Comunicato stampa, 26 giugno 2014;
- Astaldi S.p.A., *FY 2015 Results Presentation*, Conference Call, 9 marzo 2016;
- ASTALDI S.p.A., *Strategy Plan 2016-20E – Fit for the Future*, Presentazione al mercato, maggio 2016;
- ASTALDI S.p.A., *Astaldi S.p.A. Restructuring Plan*, Presentazione al mercato, 7 ottobre 2019;
- J.H. ASTRACHAN, M.C. SHANKER, *Myths and realities: Family businesses' contribution to the US economy. A framework for assessing family business statistics*. *Family Business Review*, 9(2), 1996;
- E. AUTIO, M. MUSTAKALLIO, S.A. ZAHRA, *Relational and Contractual Governance in Family Firms: Effects on Strategic Decision Making*, *Family Business Review*, 15(3), 2002;

– B –

- D. BALDUCCI, *La valutazione dell'azienda*, FAG, Milano, 1998;
- S. BAGNOLI, *Capire l'economica per capire il mondo*, Hoepli, Milano, 2017;
- J.L. BARBERO, J.C. CASILLAS, A.M. MORENO, *A Configurational Approach of the Relationship between Entrepreneurial Orientation and Growth of Family Firms*, *Family Business Review*, 23(1), 2010;
- M.J. BARCLAY, C.L. HOLDERNESS, *Private Benefits from Control of Public Corporations*, *Journal of Financial Economics*, n.25, 1989;
- L.B. BARNES, S.A. Hershon, *Transferring power in family business*. *Harvard Business Review*, 54(4), 1976;
- B. BARRY, *The development of organisation structure in the family firms*. *Journal of general management*, 3(1), 1995;
- G. BASCHIERI, *L'impresa familiare. Fattori di successo ed evidenze empiriche sulla performance*, FrancoAngeli, Milano, 2014;

E. BECKER, *The Denial of Death*, Simon & Schuster, New York, 1973;  
P.G. BERGER, E. OFEK, *Diversification's effect on firm value*, Journal of Financial Economics 37(1), 1995;  
P. BERRONE, C. CRUZ, L.R. GOMEZ-MEJIA, *Socioemotional Wealth in Family Firms*, Family Business Review 25(3), 2003;  
B. BERTOLDI, D. VOLTATTORNI, *Imprese familiari al passaggio dimensionale. La sfida oltre la successione in azienda*, Egea, Milano, 2019;  
G. BRACCHI, A. DI MASCIIO, G. FORESTIERI, *Family business: strategie private e corporate banking per le imprese familiari*, 2007;  
A.K. BUCHHOLTZ, W.S. SHULZE, M.H. LUBATKIN, R.N. DINO, *Agency Relationships in Family Firms: Theory and Evidence*, Organization Science 12(2), 2001;  
W. BUFFET, M. OLSON, *Berkshire Hathaway. Letter to Shareholders 1965-2013*, Explorist, New York, 2015;

– C –

L. CAMPAGNOLI, *Il passaggio generazionale nell'azienda di famiglia*, Lavoro e Previdenza, 2016;  
F. CARLÀ, A. MARCONE, *Economia e Finanza a Roma*, Il Mulino, Bologna, 2011;  
CENTRO STUDI CONFINDUSTRIA, *Le sfide della politica economica*, 2017;  
J.H. CHUA, J.J. CHRISMAN, P. SHARMA, *Defining the family business by behaviour*. Entrepreneurship: Theory and Practice, 23(4), 1999;  
I. CLACHER, D. HILLIER, P. McCOLGAN, *Agency Theory: incomplete contracting and ownership structure*, Corporate Governance, Hoboken, 1976;  
V. CONCA, *Le acquisizioni. Valutare e gestire i processi di crescita*, Egea, Milano, 2010.  
F. CORSICO *et al.*, *Il family business. Manuale di gestione delle imprese familiari*, Luiss University Press, Roma, 2020;  
CREDIT SUISSE, *The CS Family 1000*, 2018;

– D –

M. DALLOCCHIO, A. Salvi, *Management. Finanza in azienda*, Egea – Università Bocconi Editore, Milano, 2004;  
L.A. DANCO, *Inside the family business*, Center for Family Business 1982;  
J. DAVIS, *The Influence of Life Stages on Father-Son Work Relationships in Family Companies*, 1982;  
P.S. DAVIS, P.D. HARVESTON, *In the Founder's Shadow: Conflict in the Family Firm*, Family Business Review, 1999;  
B. DE FINETTI, *Il problema dei pieni*, Giornale dell'Istituto Italiano degli Attuari, 1940;  
F. DE ROSA, *Impregilo, si fa avanti una cordata con Astaldi e la francese Eiffage*, 24 febbraio 2005;

A. DICK, L. ZINGALES, *Private Benefits of Control: An International Comparison*, Journal of Finance, n.59, 2004;

T. D'IPPOLITO, *La valutazione delle aziende in avviamento*, Giuffrè, Milano, 1946;

T. D'IPPOLITO, *L'avviamento. La valutazione delle aziende avviate e di quote-parti di esse. L'avviamento commerciale e l'avviamento imponible fiscalmente*, Abbaco, Palermo, 1963.

A.K. DIXIT, R.S. PINDYCK, *Investment under Uncertainty*, Princeton University Press, Princeton, 1994;

W.G. DYER, *Examining the "Family Effect" on Firm Performance*, Family Business Review, 19(4), 2006;

– E –

ENRIQUES-MACEY, *Raccolta di capitale di rischio e tutela dei creditori: una critica radicale alle regole europee sul capitale sociale*, in Riv. soc., 79, 2002;

– F –

G. FERRERO, *La valutazione economica del capitale d'impresa*, Giuffrè, Milano, 1966;

R.E. FREEMAN, *Strategic Management: a Stakeholder Approach*, Pitman, Londra, 1984;

– G –

M.A. GALLO, *The Role of Family Business and Its Distinctive Characteristic Behavior in Industrial Activity*, Family Business Review 8(2), 1995;

A. GIUNTA, S. ROSSI, *Che cosa sa fare l'Italia. La nostra economia dopo la grande crisi*, Il Mulino, Bologna, 2017;

L.R. GOMEZ-MEJIA, M. NUNEZ-NICKEL, I. GUTIERREZ, *The Role of Family Ties in Agency Contracts*, Academy of Management Journal, 44(1), 2001;

L. GUATRI, *Trattato sulla valutazione delle aziende*, Egea, Milano, 1998;

L. GUATRI, M. BINI, *Nuovo trattato sulla valutazione d'azienda*, Università Bocconi Editore, Milano, 2005;

L. GUATRI, *Cinquant'anni di valutazioni aziendali*, Università Bocconi Editore, Milano, 2005;

L. GUATRI, M. Bini, *La valutazione delle aziende*, Egea, Milano, 2007;

L. GUATRI, *La qualità delle valutazioni. Una metodologia per riconoscere e misurare l'errore*, Egea, Milano, 2007;

– H –

T.G. HABBERSHON, M.L. WILLIAMS, *A resource-based framework for assessing the strategic advantages of family firms*, Family business review, 12(1), 1999;

W.C. HANDLER, *Consideration in studying family businesses*, Family Business Review, 2(3), 1989.

L.C. HARRIS, E. OGBONNA, *Developing a Market Oriented Culture: a Critical Evaluation*, *Journal of Management Studies*, 36(2), 1996;

T.J. HERD, R. McMANUS, *Who says M&A doesn't create value?*, *Accenture Outlook Journal*, 2012;

**- J -**

M.C. JENSEN, W.H. MECKLING, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, *Journal of Financial Economics*, 3(4), 1976;

**- K -**

S. KAPLAN, R. RUBACK, *The Valuation of a Cash Flow Forecasts: An Empirical Analysis*, *Journal of Finance*, 50, 1995;

J.M. KEYNES, *The economic consequences of Mr Churchill*, The Hogarth Press, London, 1925;

KPMG, *Rapporto 2017 Mergers & Acquisitions*, 2018;

KPMG, *Rapporto 2020 Mergers & Acquisitions*, 2021;

**- L -**

D. LANDES, *Prometeo liberato: trasformazioni tecnologiche e sviluppo industriale nell'Europa dal 1750 ai nostri giorni*, Einaudi, Torino, 1978;

R.A. LITZ, *The Family Business: Toward Definitional Clarity*, *Family Business Review*, 8(2), 1995;

**- M -**

H. MARKOWITZ, *Portfolio Selection*, *Journal of Finance* 7, 1952; A.Roy, *Safety First and the Holding of Assets*, *Econometrica* 20, 1952;

C. MASINI, *La dinamica economica nei sistemi dei valori d'azienda, valutazioni e rivalutazioni*, Giuffrè, Milano, 1963;

M. MASSARI, L. ZANETTI, *Valutazione finanziaria*, McGraw-Hill, Milano, 2004;

M. MASSARI, V. MONGE, L. ZANETTI, *Control Premium in Legally Constrained Markets for Corporate Control: The Italian Case (1993-2003)*, *Journal of Management and Governance*, n.10, 2006;

F. MASSARO, *Salini Impregilo, manifestazione di interesse per Astaldi*, *Corriere della Sera*, 16 novembre 2018;

N. MIGLIETTA, *Family business: strategie di governo delle imprese societarie*, Cedam, Milano, 2009;

D. McCLELLAND, *The Achieving Society*, Free Press Paperback, 1961;

D. MILLER, I. LE BRETON-MILLER, R.H. LESTER, A.A. CANNELLA, *Are Family Firms Really Superior Performers?*, *Journal of Corporate Finance*, 13(5), 2007;

C.S. MISHRA, D.L. McCONAUGHY, *Founding Family Control and Capital Structure: the Risk of Loss of Control and the Aversion to Debt*, *Entrepreneurship Theory and Practice*, 23(4), 1999;

F. MODIGLIANI e M. MILLER *The Cost of Capital, Corporate Finance, and the Theory of Investment*, *American Economic Review*, 48(3), 1958;

R. MORCK, A. SHLEIFER, R.W. VISHNY, *Management Ownership and Market Valuation: an Empirical Analysis*, *Journal of Financial Economics*, 20(1), 1988;

A. MUSAIIO, *Valore economico del capitale, prezzo teorico di trasferimento e “correttivi fiscali”*, *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale*, settembre-ottobre 2001;

- N -

L. NALDI, M. NORDQVIST, K. SJOBERG, J. WIKLUND, *Entrepreneurial Orientation, Risk Taking, and Performance in Family Firms*, *Family Business Review*, 20(1), 2007;

- O -

G.S. ODIORNE, *MBO, lo stile manageriale più efficace per la direzione d'impresa*, Sperling & Kupfer Editori, 1985

P. ONIDA, *I finanziamenti iniziali di impresa*, IES, Milano, 1931.

- P -

E. PINTO, *La teoria del processo valutativo*, Dispense tratte dal Corso di Operazioni Straordinarie e Valutazione d'Azienda, a.a. 2020-2021, LUISS Guido Carli;

E. PINTO, *Di taluni aspetti della valutazione del capitale economico delle aziende*, Giuffrè, Roma, 2000;

J.H. PRATT, J.A. DAVIS, *Measurement and evaluation of the populations of family-owned and home-based businesses*, US Small Business Administration Report No.9202, Washington, 1986;

PWC & AIFI, *I Semestre 2021, Il mercato italiano del private equity e venture capital*, 2021;

- R -

R. RUBACK, *Capital Cash Flows: A Simple Approach to Valuing Risky Cash Flows*, *Financial Management*, 31, 2002;

- S -

SALINI IMPREGILO S.p.A., *A global player for the infrastructure sector*, settembre 2019;

A. SALVI, *Premi per il Controllo: Metodi, Misure ed Evidenze*, Milano, 2013;

- A. SALVI, *Premi di maggioranza e sconti di minoranza. Metodi di stima ed evidenza empiriche in Europa*, Giuffrè, Milano, 2019;
- N. SHIN, K.L. KRAEMER, J. DEDRICK, *Value Capture in the Global Electronics Industry: Empirical Evidence for the “Smiling Curve” Concept*, *Industry and Innovation* 19(2), 2012;
- A. SHUMPTER, *L’impresa e la storia dell’impresa. Scritti 1927-1949*, Bollati Boringhieri, Torino, 1993;
- H. SMITH, L. TRIGEORGIS, *Strategic Investment, Real Options and Games*, Princeton University Press, Princeton, 2004;
- K. SMYRNIOS, G. TANEWSKI, C. Romano, *Development of a Measure of the Characteristics of a Family Business*, *Family Business Review*, 11(1), 1998;
- L. STAFFICO, *Carlo Masini e il valore d’avviamento*, in AA.VV., *Scritti in onore di Carlo Masini*, Tomo IV, Egea, Milano, 1991;
- B. STEWART, *La ricerca del valore*, Egea, Milano, 1998;
- G. STRINGA, *La Borsa adesso punta sul polo Impregilo-Astaldi. Le mosse di Ligresti*, *Corriere della Sera*, 16 marzo 2006;

- T -

- R. TAGIURI, J. DAVIS, *Bivalent Attributes of the Family Firm*, *Family Firm Review* 9(2), 1996
- S. TRENTO, S. VEZZOSO, *Evitare la “Sindrome dei Buddenbrook”:* *le imprese italiane e il ricambio intergenerazionale*, *Ricerche giuridiche Vol.2*, Edizioni Ca’Foscari, Venezia, 2013.
- L. TRIGEORGIS, *Real Options: Managerial Flexibility and Strategy in Resources Allocation*, The MIT Press, Cambridge, 1996.

- W -

- WEBUILD GROUP, *Webuild conclude con successo l’acquisizione di Astaldi attraverso l’aumento di capitale*, Comunicato stampa, 6 novembre 2020;
- WEBUILD GROUP, *Documento Informativo relativo alla scissione parziale di Astaldi S.p.A. in favore di Webuild S.p.A.*, Documento informativo, 15 aprile 2021;
- WEBUILD GROUP, *Definito il rapporto di concambio, le tempistiche e le modalità per il processo di integrazione societaria fra Webuild e Astaldi*, Presentazione al mercato, 2021;
- WEBUILD GROUP, *Full Year 2021 Financial Results*, Presentazione agli investitori, 18 marzo 2021;
- M. D. WHINSTON, *On the Transaction Cost Determinants of Vertical Integration*, *The Journal of Law, Economics, and Organization* 19(1), 2003;

- Z -

G. ZAPPA, *Il reddito di Impresa. Scritture doppie, conti e bilanci di aziende commerciali*, Giuffrè, Milano, 1937.



# LUISS



*Dipartimento di Impresa e Management*

*Operazioni Straordinarie e Valutazione d'Azienda*

## La dinamica del valore nelle imprese familiari: il caso Astaldi

Relatore

Prof. **Eugenio Pinto**

Correlatore

Prof. **Alberto Incollingo**

Candidato

**Filippo Angelucci**

**723371**

*Anno Accademico 2020/2021*

## Sommario

<b>Introduzione .....</b>	<b>7</b>
<b>Capitolo 1. Le imprese familiari .....</b>	<b>10</b>
<b>1.1 Il problema definitorio .....</b>	<b>10</b>
<b>1.2 Le imprese familiari: l'ossatura del sistema imprenditoriale italiano ed europeo .....</b>	<b>16</b>
<b>1.3 Peculiarità delle imprese familiari. Le caratteristiche distintive .....</b>	<b>20</b>
1.3.1 I vantaggi .....	26
1.3.2 I limiti .....	32
1.3.3 Le performance delle imprese familiari: evidenze empiriche .....	37
<b>1.4 Il passaggio generazionale .....</b>	<b>44</b>
<b>1.5 La sfida del passaggio dimensionale .....</b>	<b>56</b>
<b>Capitolo 2. La valutazione d'azienda .....</b>	<b>67</b>
<b>2.1 La creazione di valore: un obiettivo di validità generale .....</b>	<b>67</b>
<b>2.2 Nozioni di capitale e valore .....</b>	<b>73</b>
<b>2.3 I pilastri del processo valutativo: la base informativa e l'analisi fondamentale .....</b>	<b>80</b>
2.3.1 La base informativa .....	80
2.3.2 L'analisi fondamentale .....	83
<b>2.4 Le valutazioni assolute.....</b>	<b>86</b>
2.4.1 Il modello reddituale .....	88
2.4.2 Il modello finanziario.....	90
2.4.3 Il modello patrimoniale .....	95
<b>2.5 Le valutazioni relative: il metodo dei multipli .....</b>	<b>98</b>
<b>Capitolo 3. Un caso empirico: Astaldi S.p.A. e la nascita di Webuild .....</b>	<b>104</b>
<b>3.1 Le operazioni di M&amp;A: un fondamentale acceleratore per la crescita .....</b>	<b>104</b>
<b>3.2 Astaldi S.p.A.: il profilo dell'azienda.....</b>	<b>109</b>
3.2.1 Storia, evoluzione, aspetti caratterizzanti .....	109
3.2.2 Evoluzione strategica e influenza della famiglia imprenditoriale .....	110
3.2.3 Il profilo Operativo.....	114
3.2.4 Il profilo economico .....	115
3.2.5 Il profilo finanziario-patrimoniale .....	116
3.2.6 La crisi .....	117

<b>3.3 La fusione con il Salini Impregilo S.p.A.</b> .....	<b>120</b>
3.3.1 Il profilo di Salini Impregilo .....	120
3.3.2 La fusione .....	121
<b>3.4 Analisi dell'operazione di fusione</b> .....	<b>126</b>
3.4.1 I modelli valutativi utilizzati .....	126
3.4.2 La determinazione del rapporto di concambio .....	130
<b>3.5 Il risultato dell'operazione</b> .....	<b>132</b>
3.5.1 Analisi patrimoniale-finanziaria .....	132
3.5.2 Risultati ed evidenze post-fusione .....	134
<b>Conclusioni</b> .....	<b>138</b>
<b>BIBLIOGRAFIA</b> .....	<b>141</b>
<b>RIASSUNTO</b> .....	<b>152</b>
<b>RINGRAZIAMENTI</b> .....	<b>173</b>

# RIASSUNTO

## INTRODUZIONE

La genesi dell'idea che ha condotto alla stesura del presente elaborato va ricercata nel mio personale interesse per il mondo delle imprese familiari, cui, nel corso degli anni accademici, si è accompagnata la constatazione dello scarso rilievo attribuito a questo argomento. Interesse rafforzato dalla presa di coscienza dell'importanza delle *family business* nel panorama imprenditoriale italiano e mondiale, di cui rappresentano, come sarà evidenziato più volte nel corso del primo capitolo, la forma aziendale più diffusa con percentuali che oscillano fra il 60% e il 95%, a seconda del paese considerato e della definizione adottata.

Nonostante tali evidenze, nella maggior parte degli atenei italiani ed europei un ben ristretto spazio è dedicato allo studio e all'analisi delle imprese a conduzione familiare, mentre un ruolo di primissimo piano è riservato all'approfondimento delle realtà aziendali ad azionariato diffuso e polverizzato (c.d. "*public company*"), che ancora oggi, specie nel nostro paese, rappresentano l'eccezione piuttosto che la regola.

È probabilmente ancora diffuso il pregiudizio per cui le imprese familiari rappresenterebbero una tappa solo temporanea nello sviluppo di un'azienda, che ai fini della sua stessa sopravvivenza dovrà necessariamente aprire la totalità (o quasi) del proprio capitale a investitori esterni, evolvendosi così verso forme di *governance* di tipo manageriale. Come risulterà chiaro nel corso della trattazione, la realtà è invero ben diversa.

Fra i principali gruppi mondiali una quota non indifferente è costituita da imprese in cui la maggior parte del capitale è saldamente nelle mani di un'unica famiglia (si pensi a Walmart Inc., la multinazionale statunitense attiva nella GDO che registra il primato mondiale in termini di fatturato, controllata al 51% dalla famiglia omonima). Inoltre, accanto alle numerose innegabili criticità, una *family business* è potenzialmente generatrice di vantaggi strategici ed economici differenziali non indifferenti rispetto alle altre tipologie di gestione aziendale.

Interrogativo centrale quindi dell'intero elaborato è se, e in che modo, la gestione familiare delle imprese sia in grado di creare valore, ovvero sia responsabile della sua distruzione. Strumento necessario al fine di tentare di rispondere a tale domanda (seppur, come vedremo, una risposta certa e univoca non esiste, come ampiamente dimostrato dalla letteratura) è rappresentato dai vari metodi di valutazione d'azienda.

Proprio il tema della valutazione aziendale è sempre più al centro dell'attenzione e dell'interesse del mondo accademico e professionale, a motivo del crescente numero di operazioni straordinarie (in particolare operazioni di fusione e acquisizione) osservato nell'ultimo decennio, della necessità di quantificare e comprendere il valore creato o distrutto dalla gestione, del desiderio degli investitori di conoscere il valore potenziale dei titoli in loro possesso. Il processo valutativo permette di pervenire a una stima del valore attuale dell'impresa attraverso la previsione delle sue *performance* future, formulando differenti ipotesi di sviluppo e

scenari evolutivi e tenendo in considerazione le prospettive riguardanti l'evoluzione economica generale e di settore.

A mio parere, quindi, considerate le numerose conoscenze necessarie e il folto insieme di discipline interessate (macroeconomia, microeconomia, economia aziendale, programmazione e controllo, diritto tributario, strategia d'impresa, che nella pratica professionale si traducono spesso in altrettanti documenti di *due diligence*) il processo di stima del valore di un'azienda rappresenta sempre un lavoro particolarmente affascinante e stimolante.

Si è proceduto quindi all'analisi dell'operazione straordinaria di fusione di Astaldi S.p.A., società familiare attiva nel campo delle costruzioni, con Salini Impregilo S.p.A., operazione che ha dato vita al gruppo Webuild, *leader* italiano del settore. Particolare attenzione è stata rivolta alla determinazione del rapporto di concambio delle azioni di Astaldi con la neonata Webuild, così come alle cause alla base della crisi dell'impresa romana.

L'elaborato è composto da tre capitoli, a loro volta suddivisi in un numero variabile di paragrafi a seconda della rilevanza e dell'interesse, in riferimento all'obiettivo di ricerca individuato, degli argomenti trattati. La sequenza dei capitoli non è casuale, ma è stata studiata per garantire una graduale comprensione degli strumenti e delle conoscenze necessarie per la corretta applicazione delle stesse al *case study* finale.

Il Capitolo 1 sviscera le caratteristiche tipiche dell'impresa familiare. Dapprima viene evidenziato come una delle maggiori difficoltà che si incontrano nello studio delle *family business* è costituita dall'assenza di una definizione generalmente condivisa e accettata delle stesse. Sono quindi illustrate le definizioni più autorevoli proposte dalla letteratura, e viene individuata quella che è apparsa più coerente ai fini della trattazione successiva. È poi giustificata la rilevanza delle imprese familiari alla luce dei dati relativi alla loro diffusione nel sistema economico mondiale, con un particolare *focus* sul panorama aziendale italiano. Dopo aver illustrato i punti di forza, di debolezza e le evidenze empiriche circa la loro *performance*, vengono separatamente trattati quelli che costituiscono i maggiori rischi per la sopravvivenza delle società a conduzione familiare: l'inefficienza del passaggio generazionale e l'incapacità di intraprendere un sentiero di sviluppo e di crescita dimensionale.

Il Capitolo 2 è finalizzato alla costruzione di una solida base teorica concernente la valutazione d'azienda, definito come processo attraverso il quale è possibile pervenire alla stima del capitale economico.

Il primo paragrafo sottolinea come la creazione di valore aziendale nel lungo periodo rappresenti l'obiettivo più coerente, cui l'attività d'impresa si deve orientare, al fine del soddisfacimento degli interessi della maggior parte dei soggetti coinvolti, pur nella consapevolezza dell'importanza di ulteriori aspetti non prettamente economici (CSR: *Corporate Social Responsibility*). Sono poi esposte le varie nozioni di capitale e valore, ed è spiegata la differenza fondamentale esistente fra quest'ultimo e il concetto di prezzo. Successivamente, dopo aver discusso dei due pilastri fondamentali del processo valutativo, la costruzione della base informativa e la conduzione di una corretta e profonda analisi dei dati, sono nel dettaglio esposti e analizzati i due grandi

approcci alla valutazione d'azienda: i metodi assoluti (indiretti) e i metodi relativi (diretti). Nel corso dell'intero capitolo particolare attenzione è dedicata ai recenti sviluppi della disciplina in esame, osservabili nella letteratura e nella pratica professionale.

Il Capitolo 3, infine, entra nel vivo del processo valutativo. Il primo paragrafo è dedicato a una panoramica delle operazioni di *M&A*, con un *focus* particolare alle recenti iniziative realizzate in Italia e nel settore delle costruzioni. Il secondo paragrafo fotografa il profilo di Astaldi S.p.A., descrivendone la storia, le scelte strategiche effettuate in passato, le cause e le conseguenze della crisi di liquidità in cui è caduta, il ruolo e le eventuali responsabilità del *top management* e della famiglia imprenditoriale. Dopo aver fornito una breve presentazione del gruppo Salini Impregilo, è descritta l'operazione di fusione per incorporazione di Astaldi in quest'ultimo. Sono quindi analizzati e commentati i metodi valutativi applicati ai fini della determinazione del rapporto di concambio. L'ultimo paragrafo riporta i risultati e le evidenze osservabili all'indomani dell'operazione.

## **CAPITOLO 1 – LE IMPRESE FAMILIARI**

### **Definizione e diffusione**

L'impresa familiare è un fenomeno complesso, che si esplicita in diverse forme e relazioni, che solo considerate unitariamente ne definiscono l'essenza e la concreta realtà: è infatti, al tempo stesso, un insieme privato e chiuso di legami e relazioni familiari, un'istituzione con una sua storia e con un suo sistema di valori, un soggetto economico e imprenditoriale la cui attività ha ripercussioni importanti anche sulla società e sulla realtà territoriale in cui opera.

Ogni proposta di definizione espressa negli anni dalla letteratura economica nazionale e internazionale di "impresa familiare" ha fatto inevitabilmente riferimento a quella che è la caratteristica fondamentale e fondante di tale tipo di azienda: la forte e intima relazione e integrazione fra il "sistema famiglia" e il "sistema impresa", relazione non riscontrabile nelle aziende non familiari. Tuttavia, data l'elevata eterogeneità delle imprese familiari, e tenuto soprattutto conto delle differenti forme in cui tale relazione può esprimersi, non si è ancora giunti a una definizione universalmente condivisa.

Per chiarire l'importanza e la pervasività assunta dal fenomeno, non solo in Italia, ma anche in Europa e nel resto del mondo, basta riportare poche incontrovertibili prove. Dall'indagine IFERA del 2003, una delle più autorevoli condotte in materia, risulta che in tutti i paesi considerati (più di trenta, fra quelli membri dell'OCSE e alcune delle maggiori economie in via di sviluppo) la percentuale delle *family business* sul totale delle imprese supera, spesso di gran lunga, il 50%. Per quanto riguarda la nostra penisola, secondo i risultati dell'ultimo Osservatorio AUB (2021), fra le imprese con un fatturato pari o superiore a 20 milioni di euro il 65,6% è costituito da aziende familiari. Inoltre la quota percentuale dei lavoratori occupati nelle imprese familiari, sempre in Italia, supera addirittura il 90% del totale.

Negli ultimi anni si è andato sviluppando un approccio teorico, noto come *Socioemotional Wealth Theory* (SEW), volto a individuare l'insieme degli aspetti non finanziari che guidano le dinamiche e i comportamenti delle *family business*, contribuendo alla soddisfazione dei bisogni affettivi e sociali dei membri della famiglia. In condizioni di mercato inefficienti, le imprese familiari sono in grado di ottenere *performance* regolarmente migliori rispetto alle aziende non familiari, come conseguenza degli stretti rapporti, anche personali, che i membri della famiglia sono in grado di instaurare con gli esponenti politici e con le pubbliche istituzioni. Negli altri casi, invece, l'evidenza empirica dimostra come il maggior successo delle *family firm* rispetto alle altre formule di organizzazione aziendale sia condizionato dalla capacità delle stesse di sfruttare i propri punti di forza e contemporaneamente di superare propri limiti.

### **Caratteristiche distintive**

Per quanto riguarda gli aspetti caratteristici delle imprese familiari potenzialmente fonte di vantaggi competitivi, particolarmente rilevanti risultano:

- la struttura di *governance* informale e snella, che consente una maggiore flessibilità e rapidità decisionale rispetto alle *public company* (tanto più importante quanto più il settore di riferimento è elastico e soggetto a repentini cambiamenti);
- l'orientamento di lungo termine, logica risposta ad alcune delle esigenze tipiche del gruppo proprietario, quali il desiderio e la volontà da parte del fondatore/imprenditore di far sopravvivere l'impresa a sé stesso tramandandola ai suoi eredi, l'attaccamento della famiglia all'azienda e il coinvolgimento emotivo nei confronti delle sorti della stessa. La visione di lungo termine, quindi, amplia il raggio della opportunità di profitto per le imprese familiari, e la stabile e vigile presenza della famiglia nella maggioranza del capitale riduce la "miopia" dei manager tipica delle *public company*. Le *family firm*, non soggette alle pressioni degli azionisti, dimostrano una maggiore solidità nei propri investimenti strategici, anche a costo di sacrifici di cassa nel breve termine;
- la concentrazione della proprietà (e spesso della gestione) dell'impresa nelle mani di pochi soggetti legati da vincoli di parentela (e quindi da rapporti di fiducia), in grado di eliminare (o quantomeno minimizzare) i costi legati alla separazione fra proprietà e controllo (*agency costs*), tipici delle imprese ad azionariato polverizzato. La convergenza degli interessi e degli obiettivi fra proprietari e *manager* (perfetta nei casi in cui i due ruoli coincidano) annulla la possibilità di adozione di comportamenti opportunistici da parte di questi ultimi.

L'inscindibile rapporto e commistione fra l'azienda e la famiglia è tuttavia anche la causa della maggior parte dei limiti e delle debolezze tipiche delle *family firm*: i dissidi e le ostilità che si possono instaurare fra i vari membri, anche se vedono la loro origine al di fuori del contesto aziendale, hanno ripercussioni fortemente negative sull'attività e la gestione dell'impresa; la scarsa diversificazione del patrimonio familiare, spesso

concentrato quasi esclusivamente nell'azienda, può condurre a un atteggiamento eccessivamente conservativo, che si traduce in un elevato grado di avversione al rischio e quindi nella rinuncia a valide opportunità di profitto.

Altro fenomeno potenzialmente osservabile, e ampiamente discusso dalla letteratura, è il tentativo messo in atto dalla famiglia che detiene il controllo sull'azienda di estrarne benefici privati a danno degli altri azionisti (i.e. azionisti di minoranza). Se dunque, il forte livello di concentrazione proprietaria, tipica delle *family firm*, riduce sensibilmente i costi da sostenere ai fini del monitoraggio del *management*, è d'altra parte alla base di un'altra forma di conflitto d'interesse, quella fra l'azionista di maggioranza e gli azionisti di minoranza (*principal vs principal*): da tale problematica discendono i relativi costi da sopportare per limitare la possibilità di estrazione di utilità private da parte del primo e a danno dei secondi.

### **Passaggio generazionale**

Proprio l'orientamento di lungo periodo, uno dei più importanti pregi delle imprese familiari, è alla base di una delle maggiori sfide che l'impresa familiare deve affrontare per la sua sopravvivenza: il passaggio generazionale, "*momento cruciale nella vita di un'azienda, perché implica il trasferimento da una generazione all'altra di un vero e proprio patrimonio di know-how e competenze di gestione*" [Campagnoli, 2016]. Le evidenze empiriche dimostrano infatti come ancora oggi, e nonostante l'evoluzione della legislazione in materia, il successo del processo di successione aziendale rappresenti un'eccezione piuttosto che la regola: appena il 50% delle imprese familiari italiane sopravviva alla prima generazione e ~~che~~ solo il 10-15% ~~passi~~ alla terza, confermando il vecchio adagio "*dalla tuta alla tuta in tre generazioni*" [Shumpter, 1938].

Il primo forte rischio del trasferimento intergenerazionale della proprietà di un'impresa è il fatto che gli eredi dell'imprenditore non siano all'altezza del compito che viene loro affidato, condizione che sembra esser confermata dai dati relativi al calo della *performance* aziendale al succedersi appunto delle generazioni [II Osservatorio AUB, 2010], tanto da far parlare di una vera e propria "sindrome" che affligge le dinastie imprenditoriali europee.

In realtà recenti studi in materia sembrano esonerare i successori dalle maggiori responsabilità nel fallimento delle imprese ereditate: è infatti spesso il fondatore/imprenditore che pregiudica la sopravvivenza della sua azienda non affrontando per tempo il tema della successione e non rinunciando al proprio ruolo all'interno dell'impresa anche quando l'età o le circostanze lo richiederebbero. La decisione volontaria e consapevole di non dare corso né pianificare il passaggio generazionale può essere a tutti gli effetti vista come la scelta di un'"eutanasia societaria" da parte dell'imprenditore. È fondamentale quindi procedere a una pianificazione della successione aziendale puntuale e tempestiva.

## **La sfida della crescita**

Ma la vera sfida che devono affrontare tutte le imprese, e in particolare quelle familiari, al fine di sopravvivere e di prosperare nel lungo periodo (e attraverso le generazioni), imponendosi come modello di successo e punto di riferimento per le altre aziende, è riassumibile nelle parole di Edoardo Garrone, presidente di ERG S.p.A.: *“la lezione di tutto è crescere o sparire”*.

È diventata altrettanto indispensabile, accanto a un'accurata pianificazione del passaggio generazionale, la capacità delle imprese familiari, solitamente sfavorite nell'agone competitivo globale a causa della loro ridotta dimensione, di crescere, al fine di attrarre maggiori talenti, migliorare il proprio potere contrattuale con i fornitori, accedere ai finanziamenti con condizioni più favorevoli, ecc.

La modesta dimensione media e i bassi tassi di crescita delle imprese italiane sono infatti fra le principali cause della fragilità del nostro sistema economico: nel 2017 le microimprese (quelle con una dimensione inferiore ai 10 addetti) rappresentavano il 95% delle imprese presenti sul territorio, impiegando il 44,5% dei lavoratori totali, ma producendo solo il 29% del valore aggiunto complessivo. Le grandi imprese (con più di 250 dipendenti) erano solo lo 0,1% del totale, ma assorbivano il 21% dell'occupazione, producendo ben il 32% del valore aggiunto. Con la conseguenza che un sistema costellato di piccole e medie imprese dipende dalla tecnologia importata, non essendo in grado di effettuare gli investimenti necessari a produrre le innovazioni tecnologiche richieste per poter competere nei mercati internazionali.

Come devono quindi operare le imprese familiari per accrescere la loro dimensione? Il mezzo più opportuno al fine di garantire all'impresa una crescita costante e sostenibile è quello di definire una strategia chiara, condivisa e realizzabile. Le operazioni di fusione e acquisizione (M&A: *Merger & Acquisition*) costituiscono uno strumento fondamentale a disposizione delle *family business* per la loro crescita ed evoluzione, particolarmente efficaci per lo sviluppo sui mercati internazionali.

## **CAPITOLO 2 – LA VALUTAZIONE D'AZIENDA**

### **Teoria della creazione-diffusione di valore**

È ormai opinione universalmente accettata e condivisa quella secondo cui l'obiettivo fondamentale della gestione aziendale sia la creazione di valore per l'impresa nel suo complesso, realizzabile attraverso la massimizzazione del suo capitale economico.

Secondo la prima definizione di Gino Zappa (1936), il capitale economico *“non è un fondo di valori diversi, sebbene coordinati, ma è un valore unico, risultante dalla capitalizzazione dei redditi futuri”*. Dal momento che è il capitale economico la migliore espressione, nella sua evoluzione, dell'attitudine dell'impresa alla creazione o distruzione del valore, le sue stime sono divenute ricorrenti, e non più effettuate esclusivamente in occasione di operazioni straordinarie.

Peraltro, mentre l'obiettivo di massimizzazione del valore del capitale economico di un'impresa si accompagna sempre, almeno nel lungo periodo, a un corrispondente aumento del valore azionario, non sempre

vale il contrario. Concentrandosi quindi esclusivamente sulla crescita del prezzo delle azioni non è garantito il raggiungimento dello scopo istituzionale della gestione aziendale, vale a dire la massimizzazione del valore dell'impresa globalmente considerata. Un'eccessiva enfasi sulla creazione di ricchezza per gli azionisti nel breve periodo (appunto attraverso l'aumento del capitale azionario), infatti, si dimostra spesso una strategia miope e dannosa, nel lungo termine, per gli interessi degli azionisti stessi.

### **Prezzo e valore**

Il prezzo è pertanto un dato espresso in un determinato momento dal mercato. In particolare, il prezzo di un'impresa è il valore monetario della stessa stabilito durante una transazione: è dunque un dato oggettivo e chiaramente individuabile.

Il valore, invece, è una grandezza stimata, in quanto ottenuta attraverso un processo che si fonda sulla previsione di flussi futuri (redditali e/o finanziari), attualizzati a un tasso che si ritiene adatto in virtù del rischio di manifestazione dei flussi stessi. Il calcolo del valore, implicando pertanto un processo di stima e di previsione di dati futuri aleatori, è in parte basato su opinioni soggettive.

Considerata la differenza concettuale, non stupisce di certo il fatto che prezzo e valore possano non coincidere affatto. Il prezzo, pur tendendo strutturalmente al valore, è determinato da variabili ulteriori, che operano a valle rispetto a quelle che determinano quest'ultimo, quali: l'efficienza (o inefficienza) dei mercati finanziari, la ciclicità della domanda/offerta dei titoli azionari, l'insorgere di fenomeni di concentrazione societaria, che si verificano per ondate più o meno estese nel tempo (c.d. "*merger waves*"), ecc.

Proprio in base al riferimento al valore o al prezzo si distinguono i due grandi approcci alla valutazione aziendale:

- l'approccio assoluto, basato su modelli e formule, da cui discendono i metodi indiretti, che si fondano sul concetto di valore;
- l'approccio relativo, basato sui moltiplicatori, da cui discendono i metodi diretti, che si fondano invece sul concetto di prezzo.

Così come prezzo e valore, seppur correlati, spesso non coincidono, allo stesso modo i risultati ottenuti dalla valutazione di un'impresa con i due differenti approcci possono presentare delle divergenze, spiegabili appunto attraverso il loro differente contenuto concettuale (prezzo *vs* valore) e dunque la differente composizione dell'insieme delle informazioni rilevanti ai fini del calcolo (le variabili a valle del valore che influenzano il prezzo sono da tenere in considerazione nelle valutazioni relative ma non in quelle assolute).

### **La base informativa e l'analisi fondamentale**

Necessario punto di partenza per il giudizio su qualsiasi dimensione aziendale è una profonda conoscenza della realtà dell'impresa considerata. *A fortiori*, affinché un processo di valutazione d'impresa possa dirsi efficace, possa cioè restituire dei risultati affidabili e dimostrabili, è imprescindibile, indipendentemente dal

modello adottato, un'intima comprensione delle dinamiche aziendale e delle leve del valore, ottenibile attraverso la raccolta e l'analisi delle informazioni. La base informativa deve perciò essere costruita riponendo la massima attenzione sulla qualità e la correttezza dei dati ottenuti.

Ulteriore tappa essenziale del processo valutativo è costituita dalla c.d. "analisi fondamentale", che rappresenta il momento propedeutico alla previsione dei flussi attesi permettendo di sistematizzare, coordinare, verificare, studiare, approfondire, decifrare, perfezionare ed eventualmente correggere i dati e le informazioni precedentemente raccolte. Questa si può essere scomposta nelle fasi di: analisi di attendibilità, analisi correttiva delle poste patrimoniali, analisi integrativa dei risultati di bilancio, analisi di affidabilità dei piani, analisi pro-forma, analisi dei rischi.

### **Le valutazioni assolute**

Gli approcci assoluti, o indiretti, alla valutazione aziendale si fondano, come noto, sull'applicazione di modelli e formule che consentano di tenere in adeguata considerazione le grandezze che determinano il valore dell'impresa (*key drivers*), traducendole in variabili coerentemente coordinate fra loro.

L'indiscusso punto di forza delle valutazioni assolute è dunque costituito dalla loro razionalità, essendo basate su un'espressione logico-matematica coerente e universalmente accettata.

La "formula generale" dell'approccio assoluto, "*esprime per definizione il massimo grado di razionalità*" [Guatri, 2007], è:

$$W_0 = \sum_{s=1}^N F_s v_s^{261}$$

Un ulteriore punto di forza dei metodi indiretti è garantito dalla loro universalità: l'utilizzo dei metodi assoluti è infatti coerente con qualsiasi tipo di valutazione aziendale, cioè indipendentemente dallo scopo per cui questa viene effettuata.

Il criterio reddituale è tradizionalmente utilizzato per valutazioni di tipo *equity side*, nonostante possa essere facilmente aggiustato anche per valutazioni *asset side*. Punto di partenza essenziale è costituito dai risultati storici di bilancio, alla base del processo di proiezione dei flussi economici futuri.

---

<sup>261</sup> dove:

- $N \rightarrow \infty$ ;
- $F_s$  = flusso che si realizzerà nel periodo  $s$ ;
- $v_s = F_s / (1+r_s)^s$  fattore di sconto del flusso del periodo  $s$ .

Il criterio di valutazione finanziario si basa sulla previsione e l'attualizzazione dei flussi di cassa aziendali, ed è particolarmente utilizzato nei paesi anglosassoni e in determinati ambiti professionali, tipicamente dalle *investment banks* e da alcune società di consulenza.

Il flusso di cassa disponibile per l'impresa (*free cash flow*), nell'ipotesi di un'azienda *unlevered*, cioè finanziata esclusivamente con capitale proprio, può essere calcolato direttamente, attraverso la formula:

$$FCF = (Ricavi - Costi) \times (1 - TaxRate) - CapEx - \Delta CCN + TaxRate \times Ammortamenti$$

### Le valutazioni relative

I criteri relativi, basati sui multipli, sono anche definiti metodi diretti di valutazione, dal momento che stimano il valore dell'impresa attraverso l'osservazione diretta dei prezzi espressi dal mercato.

La loro affidabilità è dunque direttamente proporzionale al grado di efficienza del mercato e di concorrenza dello stesso.

Il valore del capitale economico di un'impresa è determinato attraverso il prodotto fra un moltiplicatore empirico, riferito ad alcune misure finanziarie chiave espresse dal mercato relative a società quotate ritenute comparabili all'impresa oggetto di valutazione, e una grandezza indicativa dell'impresa *target*, come riportato nella seguente formula:

$$W_0 = M_{avg} \times G_{target} = \frac{1}{j} \times \sum_{i=1}^j \frac{P_j}{G_j} \times G_{target}^{262}$$

I metodi relativi possono seguire due alternativi approcci, quello delle “società comparabili”, più frequentemente utilizzato, o quello delle “transazioni comparabili”. Quest'ultimo, a differenza del primo, non prende a riferimento i prezzi osservabili sul mercato borsistico (*stock price*), ma considera i prezzi che sono stati registrati in occasione di transazioni fuori mercato (*deal price*), aventi tipicamente ad oggetto pacchetti azionari di controllo di imprese quotate e non quotate. I maggiori limiti del metodo dei *deal price*, nella sua applicazione pratica, derivano dalla difficoltà di individuare un adeguato numero di transazioni comparabili, anche a causa della riservatezza delle stesse che talvolta le parti interessate intendono preservare.

Inoltre, i *deal price*, a differenza degli *stock price*, sono sempre riferiti a un momento passato, più o meno distante nel tempo.

---

<sup>262</sup> dove:

- $M_{avg}$  = moltiplicatore (medio) desunto dall'insieme delle *comparables*;
- $G_{target}$  = grandezza esplicativa dell'azienda di cui si vuole stimare il valore;
- $P_i$  = prezzo del capitale dell'impresa  $i$ ;
- $j$  = numero di *comparables*.

Con l'arrivo del nuovo millennio e il terremoto generato dallo scoppio della bolla delle *dot-com*, sono stati messi in luce gli enormi rischi connessi a un'eccessiva fiducia nei confronti dei prezzi espressi dal mercato e quindi all'affidamento esclusivo, nell'ambito delle valutazioni aziendali, al metodo dei moltiplicatori.

Si è quindi avvertita l'urgente necessità di elaborare un nuovo paradigma valutativo, che riuscisse a integrare i vari approcci, cercando di sfruttare i vantaggi di ciascuno, superandone i limiti. Si parla in proposito del c.d. "Giudizio Integrato di Valutazione", sorretto dalla complementarietà dei due "pilastri" fondamentali del processo valutativo: il metodo diretto (relativo) e il metodo indiretto (assoluto). *"A seconda dell'oggetto e degli scopi della stima, l'una o l'altra ipotesi possono prendere il sopravvento; ma ciò non significa più né una graduatoria di importanza, né che un'ipotesi possa applicarsi senza l'integrazione dell'altra"* [Guatri, 2007].

### **CAPITOLO 3 – UN CASO EMPIRICO: ASTALDI S.P.A.**

#### **Le operazioni di M&A**

Secondo il Rapporto KPMG del 2021 *"il rallentamento dell'M&A non ha modificato i piani di consolidamento e di internazionalizzazione promossi negli ultimi anni da numerose piccole e medie imprese, generalmente a conduzione familiare, in diversi settori del Made in Italy. Al contrario, la pandemia potrebbe rivelarsi un acceleratore di quegli ulteriori processi di riorganizzazione di settori e di filiere che i rapidi cambiamenti nella domanda interna e nel commercio con l'estero stanno rendendo più che mai necessari"*.

Ciò è particolarmente vero per le aziende operanti in mercati maturi dove la crescita per via esterna rappresenta spesso l'unica alternativa realmente percorribile. Si tratta di tutti quei settori caratterizzati da: un elevato grado di concorrenza; un tasso di crescita della domanda basso o pari a zero; una struttura dei costi *capital intensive*, con investimenti necessari per l'attività d'impresa particolarmente onerosi; una scarsa differenziazione dei prodotti/servizi.

Non è un caso se proprio in tali settori si osserva il maggior numero di *deal* e di *business combination*.

#### **Il profilo dell'azienda**

L'azienda Astaldi nasce nel 1926, fondata dall'ingegnere Sante Astaldi. Dopo una prima fase che lo vede impegnato nella realizzazione di opere infrastrutturali quasi esclusivamente all'interno del territorio italiano, il Gruppo espande la propria attività verso l'estero, aumentando costantemente il numero e l'organicità delle iniziative sia in Europa che in Medio Oriente, Asia, America Centrale e America Latina.

Il 52,53% dei titoli di Astaldi, prima della fusione con Salini Impregilo, erano detenuti da Fin.Ast. S.r.l., società veicolo di proprietà della famiglia omonima.

Fin dai primi anni Duemila, Astaldi rivoluziona parzialmente il proprio *business model*, puntando fortemente sullo sviluppo nel settore della gestione delle concessioni, in considerazione del fatto che tali contratti, pur implicando un elevato assorbimento iniziale di capitale, garantiscono ritorni futuri certi e costanti.

Alla vigilia della crisi, i risultati del 2016 pongono il gruppo romano come uno dei principali *leader* globali nel settore delle infrastrutture, con attività in mercati a elevata crescita:

- 3° *contractor* a livello globale nella realizzazione di ponti;
- 5° *contractor* a livello globale nella realizzazione di impianti idroelettrici;
- 12° *contractor* a livello globale nel trasporto di massa e ferroviario;
- tra i *top 25 contractor* a livello globale nella costruzione di aeroporti e autostrade;
- tra i *top 25 contractor* a livello globale nella realizzazione di strutture sanitarie.

## **La crisi**

Astaldi fino al 2016-2017 si è posta non solo come una delle realtà *leader* nel settore delle grandi opere, ma anche come un'azienda di grande solidità sotto un profilo economico, finanziario e patrimoniale. L'evento riconducibile alla crisi del Gruppo ha rappresentato pertanto uno scenario non prevedibile sulla base della recente evoluzione delle attività dell'azienda, che vantava un'ottima redditività dei progetti e una consolidata capacità operativa in tutto il mondo. La situazione aziendale ha mostrato tuttavia i primi segnali di mutamento già a partire dal 2016, quando alcuni fenomeni destabilizzatori sui mercati esteri si sono tradotti in maggiori difficoltà operative per la società.

Questa inversione di tendenza può spiegarsi nella grande mobilitazione di investimenti avvenuta nei decenni precedenti per sostenere il *business* delle concessioni, che, come già sottolineato, è in grado di garantire ricavi stabili e sicuri, conseguibili però solo in un futuro non prossimo.

In termini generali, alla base della repentina crisi di liquidità del Gruppo vi è stata la crescente difficoltà di riscossione di importanti crediti a causa delle dinamiche geopolitiche ed economiche in atto in quegli anni ed esterne al gruppo stesso. Tale situazione si è tradotta in un progressivo incremento dei giorni medi di incasso dei crediti che ha inevitabilmente immobilizzato risorse finanziarie importanti per il *business*. Le maggiori criticità che si sono incontrate hanno riguardato sia la riscossione dei crediti che Astaldi vantava nei confronti del governo del Venezuela (paese attraversato da una profondissima crisi politica ed economica), per la costruzione di tre importanti opere ferroviarie; sia l'incapacità di cedere la propria partecipazione nella costruzione del terzo ponte sul Bosforo (resasi necessaria per far fronte alle proprie esigenze di cassa) a causa del contemporaneo crollo della lira turca.

A settembre 2018, infine, con un indebitamento vicino a €1,9 miliardi, Astaldi è stata costretta a presentare richiesta presso il Tribunale di Roma per l'accesso alla procedura di Concordato Preventivo in continuità aziendale "con riserva". Subito dopo l'annuncio, l'agenzia S&P, ha rivisto il *rating* del Gruppo Astaldi declassandolo a D, compatibile con una situazione di *default*.

Appare quindi chiaro come alcune delle leve che avevano contraddistinto la direzione strategica del Gruppo durante l'ultimo decennio, e che avevano contribuito nello stesso periodo al suo sviluppo, si siano dimostrate

nei fatti una delle cause della distruzione del valore per Astaldi: in particolare le scelte relative al grande impegno nel campo delle concessioni e alla spinta all'internazionalizzazione.

### **La fusione con Salini Impregilo S.p.A.**

Il gruppo Salini Impregilo nasce con la fusione per incorporazione della società Impregilo S.p.A. in Salini S.p.A., realizzatasi il 1° gennaio 2014, momento finale di un processo avviato nel 2012 con l'ingresso di Salini nella compagine sociale di Impregilo.

Il gruppo Salini, esempio virtuoso di gestione familiare, affonda le sue origini nel 1936, allorché Pietro Salini fonda la propria impresa di costruzioni, acquisendo le prime commesse per opere da realizzare nella Capitale. La storia del gruppo è costellata da numerose operazioni di *M&A*, che hanno fortemente contribuito alla sua crescita e al suo sviluppo.

Nel 2014, la compagine sociale di Salini Impregilo era così definita: 61,89% Salini Costruttori, della famiglia omonima, e 38,11% mercato.

L'operazione di fusione degli *asset* di Astaldi S.p.A. all'interno di Salini Impregilo (oggi Webuild) porta alla creazione del "Progetto Italia", ovvero alla realizzazione del campione nazionale delle costruzioni e delle grandi opere in grado di avere progetti in portafoglio per un valore pari a circa l'8% del PIL nazionale e in grado di competere a livello internazionale con i principali *player* europei e mondiali.

Il 6 novembre 2020 Webuild annuncia l'acquisizione di una quota pari al 65% del capitale di Astaldi, attuando così la principale operazione nel settore delle costruzioni in Italia e un passo fondamentale nella realizzazione del "Progetto" stesso, che peraltro prevede la salvaguardia dei livelli occupazionali, con un totale di 70mila dipendenti.

Il perimetro degli *asset* interessati dall'operazione di fusione riguarda i progetti a maggiore redditività.

Al contempo vengono escluse dalla transazione le concessioni afferenti ai progetti in Turchia e Cile, i crediti vantati nei confronti del governo venezuelano e l'edificio ospitante la sede centrale di Astaldi a Roma. I proventi derivanti dalla liquidazione di questi ultimi *asset* andranno a ripagare i creditori subordinati della società.

La struttura dell'operazione si è dunque basata sulla separazione delle attività in continuità che sono state acquisite e integrate all'interno di Webuild da quelle del "Patrimonio Destinato" per le quali viene avviato un processo di liquidazione finalizzato appunto al rimborso parziale dei creditori non garantiti.

### **La determinazione del rapporto di concambio**

Il valore di concambio per combinazione delle due società è stato determinato in misura pari a n. 203 azioni ordinarie Webuild per ogni 1.000 azioni ordinarie detenute dai soci di Astaldi. Sono state adottati tre modelli valutativi: il criterio finanziario *unlevered*, individuato come metodo di riferimento, il criterio dei multipli (*EV/Sales*, *EV/EBITDA*) e il criterio della valutazione di borsa.

Il criterio finanziario, sottoposto anche a una analisi di sensitività al fine di valutarne la stabilità rispetto a possibili variazioni nelle assunzioni adoperate nella valutazione (WACC, tasso di crescita dei flussi di cassa  $g$ , incidenza dei *CapEx* sul *terminal value*), ha definito un *range* di possibili rapporti di concambio compreso fra 0,172x e 0,223x, con un valore centrale di 0,195x

I criteri di mercato, aventi funzione di controllo, hanno confermano parzialmente i risultati ottenuti con il metodo principale (*unlevered*), con una tendenza rivolta a valori prossimi all'*output* massimo del criterio principale stesso: il rapporto di assegnazione pari a 0,223x azioni ordinarie Webuild per ogni azione ordinaria di Astaldi rappresenta dunque il valore maggiormente coerente.

### **Risultati ed evidenze post-fusione**

Il principale *driver* di valore alla base della decisione di tale integrazione aziendale va appunto individuato nell'obiettivo di dar vita a un campione nazionale di maggiore dimensione e in grado di competere con i principali *player* stranieri.

I risultati del 2021 relativi al Gruppo Webuild dimostrano come, nonostante lo scoppio della pandemia, il *deal* abbia rispettato le principali aspettative di crescita. Tutti i principali indicatori reddituali hanno infatti registrato un significativo aumento (+40% fatturato, +95% *EBITDA*, +569% *EBIT*), sebbene l'impatto della crisi economica globale abbia contribuito a mantenere l'*EBITDA Margin* e l'*EBIT Margin* sensibilmente inferiori a quelli degli anni pre-pandemici; situazione, quest'ultima, molto probabilmente solo temporanea. Altrettanto positive appaiono le previsioni future rispetto al pieno sfruttamento dei vantaggi sinergici derivanti dall'integrazione aziendale: le sinergie attese a livello di *EBIT* sono di circa €120 milioni, conseguibili pienamente a partire dal 2023.

Attraverso l'acquisizione degli *asset* di Astaldi, il gruppo Webuild è inoltre passato dalla 15° alla 12° posizione nella classifica dei maggiori *player* europei in termini di fatturato nel settore delle costruzioni, guadagnando così in termini di economie di scala e di forza contrattuale rispetto ai principali *competitors*.

Si prospettano quindi per il gruppo ulteriori opportunità future di crescita, anche in considerazione del fatto che Webuild opera in uno dei settori che le previsioni indicano a maggiore sviluppo nei prossimi anni, specie se considerati i numerosi progetti e opere che verranno commissionate dai governi nell'ottica della ripresa post-pandemica.

### **CONCLUSIONI**

Le imprese familiari rappresentano la forma più antica di organizzazione aziendale e la tipologia di *governance* più diffusa nella maggior parte dei paesi del mondo. La loro rilevanza nel sistema economico mondiale è confermata dal loro contributo alla formazione del PIL e alla creazione di occupazione.

Nonostante la loro attività spesso non sia indirizzata in via esclusiva al raggiungimento di obiettivi di tipo economico, ma anche al soddisfacimento delle esigenze e delle aspettative proprie del nucleo familiare, le

evidenze empiriche mostrano come spesso le *family business* siano in grado di ottenere migliori *performance* rispetto alle altre tipologie aziendali, grazie a una maggiore flessibilità e rapidità decisionale, alla visione di lungo periodo (*patient capital*), alla stabilità dell'assetto proprietario, alla minimizzazione dei costi di controllo sull'operato del *management* (*agency cost type I*).

Considerate le recenti tendenze che stanno scuotendo i mercati internazionali, vale a dire la sempre più accesa concorrenza a livello mondiale (sia tra *competitors* tradizionali, che tra aziende operanti in mercati concettualmente e geograficamente distanti - c.d. "appiattimento" dell'economia -) e il processo di concentrazione generalizzata di diversi settori in singole realtà aziendali sempre più grandi ed efficienti, la sfida del passaggio dimensionale per le *family business* non è più posticipabile. Oggi, infatti, la tensione competitiva collegata alla globalizzazione dei mercati e alla crescita, in numero ed efficienza, dei *competitors* rende il fattore dimensionale una leva chiave al fine di non venire investiti dai giganti multinazionali e poter continuare a operare con successo.

Fra i numerosi strumenti a disposizione, la strategia di crescita per via esterna, attraverso operazioni di fusione e acquisizione (*M&A*), può risultare particolarmente efficace per l'evoluzione e lo sviluppo di un'impresa familiare. Ai fini del suo successo è però assolutamente necessaria la piena condivisione da parte dell'intero sistema aziendale, in particolare dal *management* esterno e dalla famiglia imprenditoriale, degli obiettivi e del percorso di sviluppo individuato, considerati i numerosi rischi impliciti nella realizzazione delle operazioni straordinarie.

I più recenti dati dimostrano come, contrariamente alle previsioni, neanche la crisi economica scaturita dal dilagare della pandemia da *Covid-19* sia stata in grado di destabilizzare sensibilmente il mercato *M&A*, né in termini di volume che di controvalore totale delle operazioni, a dimostrazione della resilienza, specie in determinati settori, dei processi di integrazione aziendale, avvertiti come urgenti e assolutamente inevitabili dalle stesse imprese che ne vengono coinvolte.

La frequenza delle operazioni di *M&A*, unita alla ormai condivisa consapevolezza dell'inadeguatezza e inaffidabilità dei meri risultati contabili nella determinazione della *performance*, ha reso la misurazione del valore uno strumento indispensabile al fine di comprendere se l'attività d'impresa abbia contribuito alla creazione di nuovo valore. La valutazione d'azienda risulta peraltro essenziale per la definizione e il monitoraggio delle decisioni strategiche e per la formazione di un giudizio sull'operato del *management*.

Attraverso lo studio e l'analisi degli eventi e del processo che hanno condotto alla fusione fra Astaldi e Salini Impregilo è stato possibile valutare, per mezzo di un caso concreto, la correttezza di quanto si è andato sostenendo in via teorica nel corso del capitolo dedicato alle imprese familiari.

Fino all'anno 2016, Astaldi poteva essere giudicata a tutti gli effetti un'azienda sana e in costante crescita, sia in termini di fatturato che di utile, particolarmente resiliente agli eventi macroeconomici avversi, con una forte

diversificazione geografica e produttiva, presente sui principali mercati internazionali e con un livello d'indebitamento sostenibile. Proprio uno degli apparenti punti di forza del gruppo, tuttavia, è stato alla base della crisi di liquidità che lo ha portato sull'orlo del fallimento. Ancora più che negli avversi eventi esterni (crollo della lira turca, crisi venezuelana), infatti, i principali responsabili dell'improvviso peggioramento dell'equilibrio economico-finanziario di Astaldi devono essere individuati proprio nelle scelte del *management* che hanno condotto a una squilibrata diversificazione geografica e alla sottovalutazione del rischio collegato all'investimento in determinati paesi, che si è tradotta anche in un'inadeguata predisposizione degli opportuni strumenti di copertura (*hedging*).

Viceversa, Salini, anch'essa una *family business*, nell'arco di due generazioni è stata in grado di crescere, grazie anche alle geniali capacità imprenditoriali di alcuni membri della famiglia proprietaria, sino a diventare la realtà *leader* del settore delle costruzioni in Italia e fra i principali *player* a livello mondiale. Un forte contributo a tale sviluppo è stato dato dalle numerose operazioni di *business combination* di cui è costellata la sua storia, la più rilevante delle quali va individuata proprio nella fusione per incorporazione di Astaldi che ha dato vita al Progetto Italia e al Gruppo Webuild.

Astaldi e Salini Impregilo rappresentano dunque due opposti esempi di evoluzione di un'impresa familiare. Il caso analizzato evidenzia come non sia possibile fornire una risposta univoca alla domanda circa il più efficiente modello di organizzazione aziendale, coerentemente con quanto sostenuto da buona parte della letteratura. Una molteplicità di fattori, tra i quali differenti capacità imprenditoriali e manageriali, localizzazione geografica, settore di appartenenza, conflittualità o armonia decisionale fra i membri della famiglia, apertura all'innovazione tecnologica e produttiva, tempestività del processo di successione generazionale, possono determinare processi creativi/distruuttivi sulle dinamiche di valore di una *family business*. Dunque, la maggiore sfida cui le imprese familiari sono chiamate a rispondere riguarda la capacità di preservare e mantenere i punti di forza tipici di tale tipologia di organizzazione aziendale senza per questo rifiutare di crescere e di innovarsi, facendo propri i vantaggi caratteristici della formula di *governance* di tipo manageriale, tipica delle *public company*, generalmente considerata la più adatta a sfruttare le economie di scala.

## BIBLIOGRAFIA

– A –

- H. ALMEIDA, D. WOLZEFON, *A Theory of Pyramidal Ownership and Family Business Groups*, 2006;
- A. AMADUZZI, *La fusione delle imprese*, Cacucci, Bari, 1995;
- M. AMRAN, N. KULATILAKA, *Real Options: Managing Strategic Investment in an Uncertain World*, Harvard Business School Press, Boston, 1999;
- R.C. ANDERSON, S.A. MANSI, D.M. REEB, *Founding Family Ownership and the Agency Cost of Debt*, *Journal of Financial Economics*, 2003;
- G. ANDRADE, M. MITCHELL, E. STAFFORD, *New Evidence and Perspectives on Mergers*, *Journal of Economic Perspectives*, n.15, 2001;
- ASTALDI S.p.A., *Il Consiglio di Amministrazione della Astaldi approva il Piano Industriale 2009-2013*, Comunicato stampa, 15 maggio 2009;
- ASTALDI S.p.A., *Delivering Earnings & Dividend Growth Increased Financial Strength - Business Plan 2013 – 2018*, Comunicato stampa, 26 giugno 2014;
- Astaldi S.p.A., *FY 2015 Results Presentation*, Conference Call, 9 marzo 2016;
- ASTALDI S.p.A., *Strategy Plan 2016-20E – Fit for the Future*, Presentazione al mercato, maggio 2016;
- ASTALDI S.p.A., *Astaldi S.p.A. Restructuring Plan*, Presentazione al mercato, 7 ottobre 2019;
- J.H. ASTRACHAN, M.C. SHANKER, *Myths and realities: Family businesses' contribution to the US economy. A framework for assessing family business statistics*. *Family Business Review*, 9(2), 1996;
- E. AUTIO, M. MUSTAKALLIO, S.A. ZAHRA, *Relational and Contractual Governance in Family Firms: Effects on Strategic Decision Making*, *Family Business Review*, 15(3), 2002;

– B –

- D. BALDUCCI, *La valutazione dell'azienda*, FAG, Milano, 1998;
- S. BAGNOLI, *Capire l'economica per capire il mondo*, Hoepli, Milano, 2017;
- J.L. BARBERO, J.C. CASILLAS, A.M. MORENO, *A Configurational Approach of the Relationship between Entrepreneurial Orientation and Growth of Family Firms*, *Family Business Review*, 23(1), 2010;
- M.J. BARCLAY, C.L. HOLDERNESS, *Private Benefits from Control of Public Corporations*, *Journal of Financial Economics*, n.25, 1989;
- L.B. BARNES, S.A. Hershon, *Transferring power in family business*. *Harvard Business Review*, 54(4), 1976;
- B. BARRY, *The development of organisation structure in the family firms*. *Journal of general management*, 3(1), 1995;
- G. BASCHIERI, *L'impresa familiare. Fattori di successo ed evidenze empiriche sulla performance*, FrancoAngeli, Milano, 2014;

E. BECKER, *The Denial of Death*, Simon & Schuster, New York, 1973;  
P.G. BERGER, E. OFEK, *Diversification's effect on firm value*, Journal of Financial Economics 37(1), 1995;  
P. BERRONE, C. CRUZ, L.R. GOMEZ-MEJIA, *Socioemotional Wealth in Family Firms*, Family Business Review 25(3), 2003;  
B. BERTOLDI, D. VOLTATTORNI, *Imprese familiari al passaggio dimensionale. La sfida oltre la successione in azienda*, Egea, Milano, 2019;  
G. BRACCHI, A. DI MASCIIO, G. FORESTIERI, *Family business: strategie private e corporate banking per le imprese familiari*, 2007;  
A.K. BUCHHOLTZ, W.S. SHULZE, M.H. LUBATKIN, R.N. DINO, *Agency Relationships in Family Firms: Theory and Evidence*, Organization Science 12(2), 2001;  
W. BUFFET, M. OLSON, *Berkshire Hathaway. Letter to Shareholders 1965-2013*, Explorist, New York, 2015;

– C –

L. CAMPAGNOLI, *Il passaggio generazionale nell'azienda di famiglia*, Lavoro e Previdenza, 2016;  
F. CARLÀ, A. MARCONE, *Economia e Finanza a Roma*, Il Mulino, Bologna, 2011;  
CENTRO STUDI CONFINDUSTRIA, *Le sfide della politica economica*, 2017;  
J.H. CHUA, J.J. CHRISMAN, P. SHARMA, *Defining the family business by behaviour*. Entrepreneurship: Theory and Practice, 23(4), 1999;  
I. CLACHER, D. HILLIER, P. McCOLGAN, *Agency Theory: incomplete contracting and ownership structure*, Corporate Governance, Hoboken, 1976;  
V. CONCA, *Le acquisizioni. Valutare e gestire i processi di crescita*, Egea, Milano, 2010.  
F. CORSICO *et al.*, *Il family business. Manuale di gestione delle imprese familiari*, Luiss University Press, Roma, 2020;  
CREDIT SUISSE, *The CS Family 1000*, 2018;

– D –

M. DALLOCCHIO, A. Salvi, *Management. Finanza in azienda*, Egea – Università Bocconi Editore, Milano, 2004;  
L.A. DANCO, *Inside the family business*, Center for Family Business 1982;  
J. DAVIS, *The Influence of Life Stages on Father-Son Work Relationships in Family Companies*, 1982;  
P.S. DAVIS, P.D. HARVESTON, *In the Founder's Shadow: Conflict in the Family Firm*, Family Business Review, 1999;  
B. DE FINETTI, *Il problema dei pieni*, Giornale dell'Istituto Italiano degli Attuari, 1940;  
F. DE ROSA, *Impregilo, si fa avanti una cordata con Astaldi e la francese Eiffage*, 24 febbraio 2005;

A. DICK, L. ZINGALES, *Private Benefits of Control: An International Comparison*, Journal of Finance, n.59, 2004;

T. D'IPPOLITO, *La valutazione delle aziende in avviamento*, Giuffrè, Milano, 1946;

T. D'IPPOLITO, *L'avviamento. La valutazione delle aziende avviate e di quote-parti di esse. L'avviamento commerciale e l'avviamento imponibile fiscalmente*, Abbaco, Palermo, 1963.

A.K. DIXIT, R.S. PINDYCK, *Investment under Uncertainty*, Princeton University Press, Princeton, 1994;

W.G. DYER, *Examining the "Family Effect" on Firm Performance*, Family Business Review, 19(4), 2006;

– E –

ENRIQUES-MACEY, *Raccolta di capitale di rischio e tutela dei creditori: una critica radicale alle regole europee sul capitale sociale*, in Riv. soc., 79, 2002;

– F –

G. FERRERO, *La valutazione economica del capitale d'impresa*, Giuffrè, Milano, 1966;

R.E. FREEMAN, *Strategic Management: a Stakeholder Approach*, Pitman, Londra, 1984;

– G – Cfr

M.A. GALLO, *The Role of Family Business and Its Distinctive Characteristic Behavior in Industrial Activity*, Family Business Review 8(2), 1995;

A. GIUNTA, S. ROSSI, *Che cosa sa fare l'Italia. La nostra economia dopo la grande crisi*, Il Mulino, Bologna, 2017;

L.R. GOMEZ-MEJIA, M. NUNEZ-NICKEL, I. GUTIERREZ, *The Role of Family Ties in Agency Contracts*, Academy of Management Journal, 44(1), 2001;

L. GUATRI, *Trattato sulla valutazione delle aziende*, Egea, Milano, 1998;

L. GUATRI, M. BINI, *Nuovo trattato sulla valutazione d'azienda*, Università Bocconi Editore, Milano, 2005;

L. GUATRI, *Cinquant'anni di valutazioni aziendali*, Università Bocconi Editore, Milano, 2005;

L. GUATRI, M. Bini, *La valutazione delle aziende*, Egea, Milano, 2007;

L. GUATRI, *La qualità delle valutazioni. Una metodologia per riconoscere e misurare l'errore*, Egea, Milano, 2007;

– H –

T.G. HABBERSHON, M.L. WILLIAMS, *A resource-based framework for assessing the strategic advantages of family firms*, Family business review, 12(1), 1999;

W.C. HANDLER, *Consideration in studying family businesses*, Family Business Review, 2(3), 1989.

L.C. HARRIS, E. OGBONNA, *Developing a Market Oriented Culture: a Critical Evaluation*, *Journal of Management Studies*, 36(2), 1996;

T.J. HERD, R. McMANUS, *Who says M&A doesn't create value?*, *Accenture Outlook Journal*, 2012;

**- J -**

M.C. JENSEN, W.H. MECKLING, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, *Journal of Financial Economics*, 3(4), 1976;

**- K -**

S. KAPLAN, R. RUBACK, *The Valuation of a Cash Flow Forecasts: An Empirical Analysis*, *Journal of Finance*, 50, 1995;

J.M. KEYNES, *The economic consequences of Mr Churchill*, The Hogarth Press, London, 1925;

KPMG, *Rapporto 2017 Mergers & Acquisitions*, 2018;

KPMG, *Rapporto 2020 Mergers & Acquisitions*, 2021;

**- L -**

D. LANDES, *Prometeo liberato: trasformazioni tecnologiche e sviluppo industriale nell'Europa dal 1750 ai nostri giorni*, Einaudi, Torino, 1978;

R.A. LITZ, *The Family Business: Toward Definitional Clarity*, *Family Business Review*, 8(2), 1995;

**- M -**

H. MARKOWITZ, *Portfolio Selection*, *Journal of Finance* 7, 1952; A.Roy, *Safety First and the Holding of Assets*, *Econometrica* 20, 1952;

C. MASINI, *La dinamica economica nei sistemi dei valori d'azienda, valutazioni e rivalutazioni*, Giuffrè, Milano, 1963;

M. MASSARI, L. ZANETTI, *Valutazione finanziaria*, McGraw-Hill, Milano, 2004;

M. MASSARI, V. MONGE, L. ZANETTI, *Control Premium in Legally Constrained Markets for Corporate Control: The Italian Case (1993-2003)*, *Journal of Management and Governance*, n.10, 2006;

F. MASSARO, *Salini Impregilo, manifestazione di interesse per Astaldi*, *Corriere della Sera*, 16 novembre 2018;

N. MIGLIETTA, *Family business: strategie di governo delle imprese societarie*, Cedam, Milano, 2009;

D. McCLELLAND, *The Achieving Society*, Free Press Paperback, 1961;

D. MILLER, I. LE BRETON-MILLER, R.H. LESTER, A.A. CANNELLA, *Are Family Firms Really Superior Performers?*, *Journal of Corporate Finance*, 13(5), 2007;

C.S. MISHRA, D.L. McCONAUGHY, *Founding Family Control and Capital Structure: the Risk of Loss of Control and the Aversion to Debt*, *Entrepreneurship Theory and Practice*, 23(4), 1999;

F. MODIGLIANI e M. MILLER *The Cost of Capital, Corporate Finance, and the Theory of Investment*, *American Economic Review*, 48(3), 1958;

R. MORCK, A. SHLEIFER, R.W. VISHNY, *Management Ownership and Market Valuation: an Empirical Analysis*, *Journal of Financial Economics*, 20(1), 1988;

A. MUSAIIO, *Valore economico del capitale, prezzo teorico di trasferimento e “correttivi fiscali”*, *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale*, settembre-ottobre 2001;

- N -

L. NALDI, M. NORDQVIST, K. SJOBERG, J. WIKLUND, *Entrepreneurial Orientation, Risk Taking, and Performance in Family Firms*, *Family Business Review*, 20(1), 2007;

- O -

G.S. ODIORNE, *MBO, lo stile manageriale più efficace per la direzione d'impresa*, Sperling & Kupfer Editori, 1985

P. ONIDA, *I finanziamenti iniziali di impresa*, IES, Milano, 1931.

- P -

E. PINTO, *La teoria del processo valutativo*, Dispense tratte dal Corso di Operazioni Straordinarie e Valutazione d'Azienda, a.a. 2020-2021, LUISS Guido Carli;

E. PINTO, *Di taluni aspetti della valutazione del capitale economico delle aziende*, Giuffrè, Roma, 2000;

J.H. PRATT, J.A. DAVIS, *Measurement and evaluation of the populations of family-owned and home-based businesses*, US Small Business Administration Report No.9202, Washington, 1986;

PWC & AIFI, *I Semestre 2021, Il mercato italiano del private equity e venture capital*, 2021;

- R -

R. RUBACK, *Capital Cash Flows: A Simple Approach to Valuing Risky Cash Flows*, *Financial Management*, 31, 2002;

- S -

SALINI IMPREGILO S.p.A., *A global player for the infrastructure sector*, settembre 2019;

A. SALVI, *Premi per il Controllo: Metodi, Misure ed Evidenze*, Milano, 2013;

A. SALVI, *Premi di maggioranza e sconti di minoranza. Metodi di stima ed evidenza empiriche in Europa*, Giuffrè, Milano, 2019;

N. SHIN, K.L. KRAEMER, J. DEDRICK, *Value Capture in the Global Electronics Industry: Empirical Evidence for the “Smiling Curve” Concept*, *Industry and Innovation* 19(2), 2012;

A. SHUMPTER, *L’impresa e la storia dell’impresa. Scritti 1927-1949*, Bollati Boringhieri, Torino, 1993;

H. SMITH, L. TRIGEORGIS, *Strategic Investment, Real Options and Games*, Princeton University Press, Princeton, 2004;

K. SMYRNIOS, G. TANEWSKI, C. Romano, *Development of a Measure of the Characteristics of a Family Business*, *Family Business Review*, 11(1), 1998;

L. STAFFICO, *Carlo Masini e il valore d’avviamento*, in AA.VV., *Scritti in onore di Carlo Masini*, Tomo IV, Egea, Milano, 1991;

B. STEWART, *La ricerca del valore*, Egea, Milano, 1998;

G. STRINGA, *La Borsa adesso punta sul polo Impregilo-Astaldi. Le mosse di Ligresti*, *Corriere della Sera*, 16 marzo 2006;

- T -

R. TAGIURI, J. DAVIS, *Bivalent Attributes of the Family Firm*, *Family Firm Review* 9(2), 1996

S. TRENTO, S. VEZZOSO, *Evitare la “Sindrome dei Buddenbrook” : le imprese italiane e il ricambio intergenerazionale*, *Ricerche giuridiche Vol.2*, Edizioni Ca’Foscari, Venezia, 2013.

L. TRIGEORGIS, *Real Options: Managerial Flexibility and Strategy in Resources Allocation*, The MIT Press, Cambridge, 1996.

- W -

WEBUILD GROUP, *Webuild conclude con successo l’acquisizione di Astaldi attraverso l’aumento di capitale*, Comunicato stampa, 6 novembre 2020;

WEBUILD GROUP, *Documento Informativo relativo alla scissione parziale di Astaldi S.p.A. in favore di Webuild S.p.A.*, Documento informativo, 15 aprile 2021;

WEBUILD GROUP, *Definito il rapporto di concambio, le tempistiche e le modalità per il processo di integrazione societaria fra Webuild e Astaldi*, Presentazione al mercato, 2021;

WEBUILD GROUP, *Full Year 2021 Financial Results*, Presentazione agli investitori, 18 marzo 2021;

M. D. WHINSTON, *On the Transaction Cost Determinants of Vertical Integration*, *The Journal of Law, Economics, and Organization* 19(1), 2003;

## RINGRAZIAMENTI

Sono quindi giunto al termine del mio percorso universitario. È stato un periodo lungo e impegnativo, sicuramente uno dei più belli e interessanti della mia vita, durante il quale sono maturato come figlio, come studente e come persona, e per il quale, mentre scrivo queste poche righe di ringraziamento, sento già di provare una certa nostalgia.

Le persone a cui per prime si rivolge il mio pensiero sono i miei genitori, fonte di sostegno e d'ispirazione, grazie ai quali sono diventato l'uomo che sono oggi. Sarebbe difficile spiegare a parole quanto devo loro, elencare tutti i motivi per cui gli sono grato: *“se si scrivessero a uno a uno, penso che non basterebbe il mondo intero a contenere i libri che si dovrebbero scrivere”* [Giovanni 21,25].

Un ringraziamento speciale va ai miei nonni, Marisa, Bianca, Giuliano, Tonino, per aver cresciuto ed educato mio padre e mia madre, e per avermi mostrato con il loro esempio che non c'è nulla al mondo che conti più dell'amore per la propria famiglia e per il prossimo: vi voglio un'infinità di bene.

Grazie a Cecilia, e al destino per avermela fatta incontrare, compagna affettuosa e insostituibile dei miei giorni, che mi ha sempre supportato e incentivato a portare a conclusione questo importante traguardo e a sfruttare tutto ciò che la vita mi ha concesso.

Vorrei poi salutare tutti i miei parenti e i miei più cari amici, senza i quali sarebbe stato tutto più complicato, perché *“l'amicizia comporta moltissimi e grandissimi vantaggi, ma ne presenta uno nettamente superiore agli altri: alimenta buone speranze che rischiarano il futuro e non permette all'animo di deprimersi e di abbattersi”*: Alby, Tavo, Fere, Greg, Tato, Gughì, grazie.

Nella speranza che possa ricambiare almeno un quarto dei favori che tutte queste persone mi hanno gentilmente offerto.

Infine, un ringraziamento particolare al dottor Emiliano Mastrolia, per la pazienza e la disponibilità con cui mi ha seguito nella stesura del mio elaborato.