



Corso di laurea in Strategic Management

Cattedra di Management delle imprese internazionali

**Le imprese familiari nelle operazioni di
acquisizione: un'analisi empirica delle
performance post-deal.**

Relatrice

Prof.ssa Claudia Pongelli

Correlatore

Prof. Luigi Nasta

Candidato

Emanuele Russo-781911

ANNO ACCADEMICO 2024-2025

Indice

Introduzione e obiettivi della ricerca	5
1. Le imprese familiari: un'analisi della letteratura	8
1.1 Aziende familiari: definizione e rilevanza economica	8
1.2 La governance nei <i>family business</i>	10
1.2.1 Il coinvolgimento familiare nella proprietà e nella gestione	11
1.3 Il ruolo della famiglia nella creazione di valore	13
1.4 Il capitale socio emozionale (SEW)	15
1.5 Strategie di <i>exit</i> nelle imprese familiari	16
2. Le acquisizioni: caratteristiche generali e specificità delle imprese familiari. ...	20
2.1 Le acquisizioni.....	20
2.2 Motivazioni strategiche	23
2.3 Il processo di Acquisizione.....	24
2.3.1 Individuazione dell'impresa target	26
2.3.2 Valutazione dell'impresa target e fase di negoziazione	29
2.3.3 Due Diligence	30
2.3.4 L'integrazione	32
2.4 Operazioni di acquisizione nelle aziende familiari.....	34
2.4.1 Acquisizioni con imprese <i>target</i> familiari	38
2.4.2 Operazioni di acquisizione tra <i>family business</i>	39
2.5 Formulazione delle ipotesi di ricerca	40
3. Metodologia.....	45
3.1 Raccolta dati	45
3.2 Descrizione del campione e statistica descrittiva	52
4. Risultati analisi statistica	56
4.1 Analisi statistica.....	56
4.1.1 Analisi delle variabili.....	57
4.2 Risultati dell'analisi.....	59
4.2.1 Prima Ipotesi.....	59
4.2.2 Seconda ipotesi	67

4.2.3 Terza ipotesi.....	73
5. Discussione dei risultati.....	75
5.1 Interpretazione dei risultati principali.	75
5.2 Confronto con la letteratura esistente	76
5.3 Implicazioni teoriche	77
5.4 Implicazioni manageriali	78
5.5 Limiti dell'analisi e spunti per nuove ricerche	79
6. Conclusioni.....	80
Bibliografia.....	82

TAVOLA DELLE FIGURE

Figure 1:"Modello a tre cerchi"	9
Figure 2:"Suddivisione dei deals tra sole aziende familiari e non familiari"	53
Figure 3:"Distribuzione del completamento dei deals dal 2013 al 2022"	54
Figure 4:"Distribuzione deals che coinvolgono imprese target familiari dal 2013-22" .	54
Figure 5: "Distribuzione della board presence nelle imprese familiari target"	55
Figure 6:"Q-Q Plots variazione ROA azienda target"	58

TAVOLA DELLE TABELLE

Tabella 1:"Riepilogo filtri applicati sul Database Orbis M&A"	47
Tabella 2:"Riepilogo dati finanziari dataset"	51
Tabella 3: "Riepilogo Test di normalità"	58
Tabella 4:"Test a campioni indipendenti"	60
Tabella 5:"Riepilogo modello di regressione multipla ols"	62
Tabella 6: "Test a campioni indipendenti"	64
Tabella 7:"Riepilogo regressione multipla ols"	66
Tabella 8:"Test a campioni indipendenti"	68
Tabella 9:"Riepilogo regressione multipla ols"	69
Tabella 10:"Riepilogo regressione multipla ols"	72
Tabella 11:"Analisi di correlazione di Pearson"	73
Tabella 12:"Analisi di correlazione di Pearson"	74

Introduzione e obiettivi della ricerca

Le operazioni di acquisizione, nel corso degli anni, hanno assunto un ruolo fondamentale nelle strategie di crescita delle imprese, rappresentando un'opportunità e uno strumento per accedere a nuovi mercati, tecnologie e competenze.

Le imprese familiari si differenziano dalle altre per alcune caratteristiche peculiari legate alla proprietà e alla *governance*, che possono influenzare in modo significativo le *performance* e le dinamiche delle operazioni di finanza straordinaria come le acquisizioni.

La letteratura accademica si focalizza sull'impatto di queste operazioni, analizzandolo dal punto di vista dell'impresa acquirente, riscontrando delle differenze tra le operazioni che coinvolgono imprese acquirenti familiari rispetto alle non familiari. Diversamente dagli studi precedenti la seguente ricerca si concentra sull'impatto che la natura dell'impresa *target* può avere sulle *performance* del *deal*.

Il tema analizzato si ritiene particolarmente attuale, in quanto le imprese familiari costituiscono una componente significativa dell'economia mondiale e nazionale. Secondo uno studio di Confcommercio (2023) le imprese italiane controllate da una persona fisica o da una famiglia sono 820 mila unità.

Nel 2023 queste imprese hanno registrato una redditività operativa di 2,3 punti percentuali superiore alle aziende non familiari, a testimonianza della loro solidità ed efficacia (AIDAF, 2023).

Per quanto concerne il panorama mondiale, uno studio dell'Economist sottolinea che le imprese familiari rappresentano più del 90% di tutte le imprese attive nel mondo costituendo il fulcro dello sviluppo economico e sociale globale.

Alla luce di questi dati è molto importante comprendere come tali imprese interagiscono ad un cambiamento profondo come un'operazione di acquisizione, che per definizione, può implicare cambiamenti nella *governance* e nella cultura aziendale.

Una migliore comprensione del fenomeno, in un contesto moderno, in cui le operazioni di finanza straordinaria come le acquisizioni diventano uno strumento per mantenere o migliorare la posizione competitiva dell'impresa, aiuterebbe gli attori coinvolti ad essere consapevoli di eventuali rischi predisponendo in anticipo le dovute accortezze.

Alla luce di quanto detto in precedenza, risulta cruciale l'impatto che la natura familiare dell'impresa *target* può avere sulle *performance* economico-finanziarie successive ad un'operazione di acquisizione.

Pertanto, l'obiettivo è comprendere se le imprese *target* familiari manifestino delle differenze nella *performance* post-acquisizione rispetto alle aziende non familiari.

Emergono diverse questioni chiave:

1. La natura dell'impresa *target* può incidere sull'integrazione *post-deal* e sulla creazione di valore?
2. La presenza di un'impresa familiare lato acquirente e lato *target* genera differenze in termini di *performance* registrata nei *deals* presi in esame?
3. Il coinvolgimento della famiglia nel *board* dell'impresa *target* rappresenta una variabile significativa nel determinare le *performance* post *deal*?

L'analisi di queste problematiche consente di comprendere meglio le dinamiche che possono influenzare la riuscita delle operazioni in contesti familiari.

Al fine di comprendere se la natura familiare dell'impresa *target* influenzi le *performance* *post-deal*, si utilizzeranno indicatori economico-finanziari già validati dalla letteratura dei *family business*, in particolare la variazione del ROA e dell'Ebitda margin; inoltre si

intende verificare l'esistenza empirica di differenze significative di *performance* in relazione alla natura dell'impresa *target* (familiare e non familiare) e l'eventuale significatività dell'effetto del coinvolgimento familiare nella *governance* della *target* sulle *performance post-deal*.

Il seguente lavoro di tesi si distingue, rispetto alla letteratura esaminata, per un cambio di prospettiva. Infatti, mentre la maggior parte degli studi in tema di acquisizione e *family business* si focalizzano sull'impresa acquirente, questa ricerca pone al centro dell'analisi l'impresa *target*, studiando le differenze tra imprese *target* familiari e non familiari.

L'impiego di un *dataset* costruito su operazioni italiane, in particolare su specifici settori di riferimento e l'integrazione di variabili legate alla *governance* familiare, come la presenza di membri familiari nel *board*, punta ad offrire una comprensione profonda del tema, cercando di sottolineare statisticamente alcuni concetti individuati dalla letteratura.

1. Le imprese familiari: un'analisi della letteratura

1.1 Aziende familiari: definizione e rilevanza economica

Le aziende familiari rappresentano un argomento particolarmente intrigante, sia per la rilevanza del tema a livello nazionale e globale che per le sfide che emergono nelle varie fasi del ciclo di vita dell'impresa. Secondo alcuni studi (De Massis, 2018) le aziende a conduzione familiari generano circa il 70 % del PIL globale, tuttavia, la loro identificazione e distinzione dalle imprese non familiari rimane un tema dibattuto. Sebbene alcune caratteristiche siano evidenti e peculiari, risulta difficile identificare dei parametri quantitativi validi in tutti i contesti. Si definisce *family business* un'attività d'impresa in cui il fondatore o il discendente mantiene ruoli apicali all'interno dell'azienda, una partecipazione rilevante all'*equity* e una partecipazione attiva al *board* (Chrisman, Chua, and Sharma 2005). Sono diversi gli autori che hanno provato a formalizzare dei modelli teorici che riuscissero a delineare le caratteristiche distintive, tra questi il modello a tre cerchi di Tangiuri e Davis identifica le relazioni e le intersezioni tra tre sistemi fondamentali: la famiglia, la proprietà e l'azienda; importante anche individuare le dinamiche e le relazioni tra queste tre componenti sottolineando una possibile sovrapposizione di ruoli che può emergere tra familiari e *manager* creando conflitti e/o sinergie.

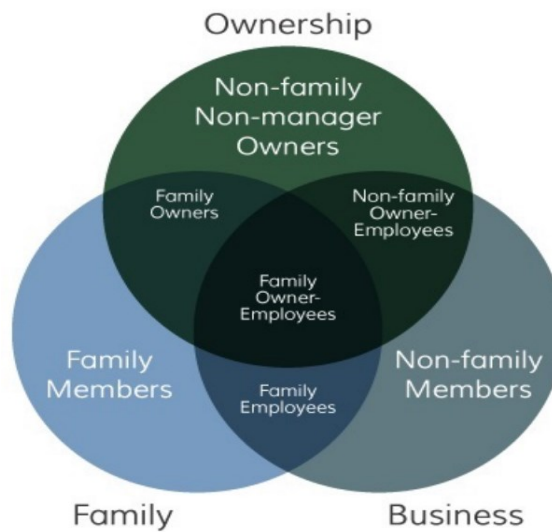


Figure 1: "Modello a tre cerchi"

Fonte: <https://johndavis.com/three-circle-model-family-business-system/>

Il modello di Vallone (2013) offre un'altra prospettiva di rilievo classificando le imprese familiari considerando il grado di controllo della proprietà, la volontà di successione e il coinvolgimento dei membri della famiglia nella gestione. Questa visione approfondisce il ruolo della famiglia che non funge da semplice proprietaria, ma influenza direttamente la *governance* e le strategie aziendali.

Il coinvolgimento della famiglia nella gestione dell'impresa varia ed evolve lungo le diverse fasi del ciclo di vita dell'azienda influenzando così anche il grado di partecipazione.

Il modello di Gersick et al. (1997), distingue tre diverse fasi del ciclo di vita: avvio, espansione e maturità. Nelle fasi iniziali il ruolo della famiglia è predominante per poi diminuire a seguito dell'espansione dell'impresa coinvolgendo investitori e *manager* esterni.

In accordo con Davis (2008) la volontà dei membri della famiglia di mantenere il controllo potrebbe portare a scelte non efficienti dal punto di vista economico. Proprio per questo motivo si identificano oltre a valori economico finanziari anche valori emozionali e sociali che vengono identificati nella sigla “SEW.”

1.2 La governance nei *family business*

La *governance* nelle imprese familiari è definita come l'insieme delle direttive strategiche che orientano l'impiego delle risorse e le relazioni tra le parti coinvolte. Il sistema di *governance* ha come principale obiettivo stabilire uno scopo comune conciliando gli interessi di tutti gli *stakeholder* compresi i membri della famiglia. Le pratiche di *governance* possono essere classificate in pratiche formali e informali:

I sistemi formali si basano su regolamenti scritti e strutturati ben definiti, che si ispirano a modelli di gestione aziendale tradizionali.

I sistemi informali si riferiscono agli aspetti relativi alla cultura e tradizione familiare che incide sulla modalità di direzione nel corso della gestione dell'impresa.

È possibile anche distinguere gli strumenti in interni ed esterni: gli interni si riferiscono al controllo delle attività che avvengono nei confini dell'impresa mentre gli strumenti esterni, comprendono le direttive e le normative che vengono delineate dal contesto giuridico in cui l'azienda svolge la sua attività.

Il concetto di “*Familiness*” (Frank, Lueger, Nosé, & Suchy, 2010) è importante per definire le differenze tra le imprese familiari e non familiari, sottolineando la centralità delle relazioni personali e degli aspetti emotivi e la loro influenza sulle dinamiche aziendali. Nelle imprese non familiari invece i *driver* principale di scelta sono criteri economici-finanziari.

Nella *governance* delle imprese familiari occorre quindi bilanciare aspetti emotivi e relazionali ad aspetti economico-finanziari assicurando trasparenza ed affidabilità in modo da aumentare la fiducia degli investitori e di tutti gli *stakeholder* coinvolti.

1.2.1 Il coinvolgimento familiare nella proprietà e nella gestione

Il modello proprietario delle imprese familiari si evolve nel tempo, redistribuendo le quote societarie tra i diversi membri familiari e le nuove generazioni. Gersick et al. (1997) identificano tre diverse tipologie di proprietà familiare.

La prima è caratterizzata da un controllo concentrato su un unico familiare, in cui il potere decisionale è detenuto da un solo proprietario che è l'unico che può definire le strategie aziendali favorendo una maggior chiarezza del messaggio, ma allo stesso tempo limitando il contributo degli altri membri della famiglia (Carney, 2005).

La seconda configurazione è la *partnership* tra fratelli, nella quale il controllo è condiviso permettendo di mantenere un legame diretto con la generazione fondatrice favorendo una gestione partecipata.

Infine, si può riscontrare una forma di controllo tra cugini tipica delle generazioni successive che presenta una configurazione più frammentata. Questa organizzazione può generare sfide di *governance* e richiedere meccanismi di coordinamento più strutturati. (Santiago, 2011).

La struttura proprietaria viene influenzata da fattori come la dimensione della famiglia, la visione strategica dell'impresa e le norme di autorità tra generazioni.

Il coinvolgimento e il ruolo della famiglia nella gestione dell'impresa cambiano in relazione alla fase del ciclo di vita dell'azienda (Gersick et al., 1997). Nelle prime fasi tendenzialmente la gestione è accentrata in un unico proprietario fondatore, mentre a

seguito dell'espansione dell'impresa si verifica un aumento della complessità organizzativa ed operativa che comporta il coinvolgimento di *manager* esterni alla famiglia.

Le imprese familiari possono essere classificate in categorie differenti in base al coinvolgimento nella gestione dell'impresa: imprese gestite unicamente dalla famiglia, aziende supervisionate dalla famiglia con una gestione ibrida e imprese in cui la famiglia esercita il ruolo di investitore (Davis, 2008).

Il *team* di gestione è una componente fondamentale per l'efficacia dei *family business*, gli elementi principali sono legati alla figura del CEO (membro della famiglia o esterno) e la proporzione dei membri familiari rispetto ai non familiari all'interno del *management* (Ensley & Pearson, 2005, Minichilli et al., 2010). Il coinvolgimento di membri esterni può contribuire arricchendo le competenze dell'azienda attraverso una visione esterna professionalizzante.

Il coinvolgimento familiare nella *performance* aziendale è un tema dibattuto nella letteratura accademica. Da un lato da alcune ricerche emerge che la concentrazione della proprietà riduce i conflitti di interesse con il *management*, riducendo il costo d'agenzia (Berle & Means, 1932; Jensen & Meckling, 1976), dall'altro invece altri studi sottolineano i rischi legati alla gestione familiare che comporta una resistenza al cambiamento e una minore oggettività nella scelta dei dirigenti. La volontà di mantenere il controllo e il coinvolgimento familiare può portare alla scelta di dirigenti meno qualificati rispetto a candidati esterni, con ripercussioni negative sulle *performance* aziendali (Chengwei Liu et al., 2023).

Le ultime evidenze in materia suggeriscono che il coinvolgimento familiare sulle *performance* aziendali segue un andamento ad U rovesciata: inizialmente, la presenza

della famiglia migliora la *performance* grazie ad un'unità d'intenti e un orizzonte a lungo termine, ma dopo una certa soglia, un eccesso di controllo familiare disincentiva l'innovazione e riduce l'adattabilità dell'impresa ai cambiamenti esterni (Jaskiewicz & Dyer, 2017; Chua, Chrisman & De Massis, 2018).

1.3 Il ruolo della famiglia nella creazione di valore

La letteratura ha a lungo dibattuto sugli effetti della gestione familiare sulle *performance* economiche e finanziarie dell'azienda. Alcuni studi sottolineano che la presenza della famiglia può rappresentare un vantaggio strategico, grazie anche ad un orientamento nel lungo periodo e ad una maggior coesione tra *management* dell'azienda e proprietà (Miller et al., 2007). Altri studi, invece, dimostrano che la presenza familiare può irrigidire le decisioni causando conflitti di interesse e difficoltà nell'adattamento ai cambiamenti dell'ambiente esterno e del mercato (Schulze et al., 2003).

Le ricerche sul tema focalizzano l'attenzione sui membri della famiglia che ricoprono il ruolo di proprietari o *manager*, indagando sul possibile impatto della *governance* familiare sulla strategia e sulle *performance* aziendali. Recentemente però accresce la convinzione che il contributo della famiglia all'impresa può estendersi anche al di fuori di questi ruoli, restando comunque significativo per la creazione di valore (Kammerlander, 2021).

Oltre alla gestione e proprietà i familiari possono apportare valore all'impresa attraverso diversi canali, tra i quali la *governance* non esecutiva: spesso alcuni membri partecipano attivamente alle decisioni anche se non ricoprono ruoli operativi. Un esempio può essere la presenza nei Consigli di amministrazione o comitati strategici senza essere direttamente coinvolti nella gestione quotidiana (Poza & Messer, 2001). Un altro aspetto

è rappresentato dall' impatto sulla reputazione e sul capitale sociale dell'azienda: i familiari anche se non attivamente coinvolti nella gestione dell'impresa possono rafforzare le relazioni e l'immagine aziendale tramite eventi di rappresentanza e *networking*, rafforzando legami con gli *stakeholders* (Zellweger et al., 2013). Anche il supporto all'innovazione e alla crescita imprenditoriale è fondamentale in quanto in alcuni casi i discendenti della famiglia possono intraprendere iniziative in altri settori correlati, incentivando l'innovazione e la diversificazione dell'impresa familiare. Queste iniziative che sono indipendenti dall'impresa madre possono comportare delle sinergie e opportunità di sviluppo (Riar et al., 2021). La trasmissione della cultura aziendale rientra nel ruolo dei membri della famiglia che include anche la salvaguardia dell'identità e dei valori aziendali che garantiscono il mantenimento della visione dell'impresa e la coerenza nel corso del tempo trasmettendo questi ideali alle nuove generazioni e ai dipendenti esterni all'azienda. (Le Breton-Miller & Miller, 2016).

Infine, importante è il contributo al benessere organizzativo e alla coesione interna: la presenza della famiglia può influenzare il clima organizzativo e la motivazione dei dipendenti (Van Aukan & Werbel, 2006).

Dopo aver analizzato questi studi si può concludere che la creazione di valore nelle imprese familiari non deve essere esclusivamente riferita alla partecipazione all'*equity* e all'attività gestionale diretta dell'impresa. La famiglia agisce come un ecosistema ampio, in cui ogni membro, indipendentemente dal ruolo, può contribuire al successo dell'azienda; al tal fine importante è il ruolo della *SEW*, che verrà analizzata nel paragrafo successivo.

1.4 Il capitale socio emozionale (SEW)

La letteratura sulle imprese familiari negli ultimi anni ha affrontato il concetto di Socioemotional wealth (SEW), che comprende tutti i valori non finanziari che i familiari attribuiscono all'azienda relativi ad aspetti emotivi e relazionali (Berrone et al.; 2012). Questo concetto è diventato un elemento distintivo della letteratura sulle imprese familiari, differenziandole con le imprese non familiari per quel che concerne motivazioni strategiche e processi decisionali (Gomez-Mejia et al., 2018).

La SEW è spesso legata alla volontà dei proprietari di mantenere il controllo dell'azienda assicurando la successione e la continuità generazionale. Recenti studi dimostrano che può essere sviluppata anche da soggetti non appartenenti alla famiglia come *manager* e dipendenti che si identificano particolarmente in un'organizzazione (Kammerlander, 2021)

La letteratura ha individuato cinque dimensioni principali che riguardano la SEW (Barone; 2012). La prima verte sul controllo e sull'influenza familiare: i proprietari tendono a mantenere il controllo dell'impresa rifiutando i cambiamenti che potrebbero minarlo, spesso andando contro gli interessi economici-finanziari aziendali.

La seconda dimensione è l'identificazione emotiva dei proprietari con l'azienda, considerata non solo come un'attività economica, ma anche un'estensione della famiglia. A questa si aggiunge la dimensione relativa ai legami sociali e relazioni di fiducia, in quanto le imprese familiari sviluppano spesso reti e relazioni basate su valori comuni e su un orientamento a lungo termine.

Un ulteriore aspetto è la preservazione del capitale socio-emotivo che si traduce nella volontà di proteggere la storia e la tradizione della famiglia e dell'azienda.

Infine, la quinta dimensione riguarda l'attenzione rivolta ai membri della famiglia, poiché l'impresa viene spesso utilizzata come uno strumento per garantire opportunità di carriera e stabilità economica ai familiari.

Sebbene in passato la *SEW* venisse associata unicamente a imprese familiari, recenti ricerche dimostrano che la sua influenza potrebbe riscontrarsi anche al di fuori di questi contesti, quando i *manager* e i dipendenti sviluppano un forte senso di appartenenza e allineamento di visione nei confronti dell'azienda.

Le dimensioni descritte dal modello influenzano significativamente le strategie aziendali, perseguendo decisioni che privilegiano spesso la continuità e la successione rispetto alla massimizzazione del profitto. Inoltre, la *SEW* può aiutare a spiegare alcuni comportamenti e decisioni strategiche che possono influenzare operazioni di finanza straordinaria come le acquisizioni.

In quest'ottica, il momento del passaggio generazionale può rappresentare per molte imprese familiari una svolta, soprattutto quando non vi sono le condizioni o la volontà di una successione interna e le famiglie si trovano a dover considerare percorsi alternativi come la vendita dell'attività

1.5 Strategie di *exit* nelle imprese familiari

Il processo di *exit* è un momento determinante nella vita di un'azienda, e deriva da una serie di fattori interni ed esterni, tra i quali le motivazioni più comuni sono: il pensionamento del fondatore, le difficoltà nel continuare in modo proficuo l'attività d'impresa oppure l'assenza di un successore adeguato (Dehlen et al.; 2014).

Shepherd (2003) sostiene che la decisione di abbandonare l'attività può essere influenzata da aspetti emozionali e psicologici; mentre Burgelman (1994) sottolinea che il disinvestimento è riconducibile spesso a motivazioni di riorganizzazione strategica.

Le modalità di *exit* si distinguono in base alle caratteristiche dell'operazione ed ai soggetti interessati. DeTienne (2010) distingue tra vendita e fusione dell'azienda e la chiusura definitiva tra i legami familiari e di successione, Wennberg et al. (2010) sottolinea come le fusioni e le acquisizioni possono rappresentare opportunità di crescita mentre Headd (2003) evidenzia i rischi legati alla chiusura definitiva di un'attività. La letteratura evidenzia che la decisione di vendita può essere spesso influenzata da una serie di obiettivi economici e non economici che sono particolarmente importanti nel contesto delle imprese familiari. (Hauck & Prügl, 2015; Berrone, Cruz, & Gómez-Mejía, 2012).

Come già introdotto la *SEW* è un elemento distintivo dei *family business* e la perdita di questo elemento può essere decisivo nella scelta di cessione rendendola particolarmente difficile (Zellweger & Astrachan, 2008). Questo spiega il motivo per cui nonostante *performance* negative economico-finanziarie, le imprese familiari sono meno inclini alla vendita rispetto a quelle non familiari, in quanto il valore emotivo prevale sulle considerazioni finanziarie (Salvato, Chirico, & Sharma, 2010).

Le aziende familiari hanno approcci differenti nel progettare e gestire la propria *exit strategy*. Gli approcci indicati dalla letteratura sono 3 (Chirico e DeTienne, 2013):

Il primo approccio è basato sulla *Stewardship*: queste imprese privilegiano la continuità aziendale rispetto ai guadagni economico-finanziari nel breve termine (Miller, Le Breton-Miller, & Scholnick, 2008).

In questo approccio la strategia più comune è la successione aziendale (Sharma, Chrisman, & Chua, 2003). DeTienne et al.; (2012) osservano che un alto livello di *SEW*

riduce la propensione della famiglia a liquidare l'impresa in quanto ciò potrebbe minare l'identità della famiglia. Per questo motivo il trasferimento della *leadership* a un membro della famiglia rappresenta una priorità strategica.

Studi empirici dimostrano che poche imprese familiari riescono a resistere attraverso le diverse generazioni, rendendo difficile la strategia di *stewardship* da attuare. (Le Breton-Miller et al., 2004)

La presenza di una bassa SEW rende invece più probabile l'adozione di strategie di uscita orientate al profitto finanziario o alla chiusura dell'azienda (Doughty & Hill, 2000; Salvato et al., 2010). Il secondo approccio è basato sulla ricompensa finanziaria che prevede la vendita dell'azienda per ottenere un vantaggio economico immediato.

DeTienne (2010) e Wennberg et al. (2010) evidenziano che le offerte pubbliche iniziali (IPOs) e le vendite a terzi sono tra le soluzioni più comuni.

Una delle principali motivazioni è la diversificazione del patrimonio della famiglia che mira a ridurre il rischio finanziario. Altre, sono riconducibili alla mancanza di un successore familiare adeguato e qualificato che potrebbe incentivare la vendita dell'impresa (Hirigoyen & Basly, 2019; Chirico et al., 2020).

In alcuni casi la decisione di *exit* è supportata invece, dalla necessità di reperire capitali per investirli in nuove attività di *business* (Sharma, Chrisman, & Chua, 2012).

Il terzo approccio è basato sulla cessazione dell'attività: la decisione di cessare l'attività d'impresa può derivare dalla perdita di interesse della famiglia nel proseguire, oppure dalla necessità di riallocare le risorse (Hirigoyen & Basly, 2019; Hauck & Prügl, 2020).

La letteratura evidenzia che, in alcuni casi, le famiglie trattano l'azienda come un semplice investimento, optando per la liquidazione se economicamente conveniente (Almeida & Wolfenzon, 2006; Iacobucci & Rosa, 2010).

Gli studi suggeriscono che le imprese familiari con un *SEW* più basso tendono a vendere o liquidare attività non strategiche per massimizzare la ricchezza economica della famiglia (Pathak et al., 2012; König, Kammerlander, & Enders, 2013). Recenti ricerche evidenziano che questa strategia può essere utilizzata per generare liquidità da reinvestire in settori più redditizi (DeTienne & Chirico, 2013; Nordqvist et al., 2013).

Qualora le imprese familiari decidano di vendere la propria attività, finiscono per essere acquisite da altre entità giuridiche trovandosi a gestire un processo di acquisizione e integrazione. Questo processo è particolarmente delicato soprattutto quando alla famiglia viene offerto di lavorare all'interno dell'impresa come dipendenti. Il capitolo successivo si propone di analizzare le dinamiche di un processo di acquisizione e approfondire la letteratura relativa alle operazioni che coinvolgono imprese familiari.

2. Le acquisizioni: caratteristiche generali e specificità delle imprese familiari.

2.1 Le acquisizioni

Le operazioni di Acquisizione includono l'acquisto, la vendita di *asset* o di intere aziende che assumono forme diverse da quella originale (Weston & Weaver, 2001). Le strategie di acquisizione, nel contesto aziendale, rappresentano un'opportunità di crescita per le imprese che vogliono espandersi in nuovi mercati, oppure acquisire nuove tecnologie innovative che potrebbero migliorare la redditività d'impresa (Datta, Basuil, & Agarwal, 2020).

Nel tempo le operazioni di finanza straordinaria avevano come obiettivo principale l'ottenimento di *asset* sottovalutati o in difficoltà, offrendo opportunità di sviluppo e profitto agli investitori. Nel corso degli anni si sono evolute fino a diventare un fattore distintivo, soprattutto nei settori altamente innovativi, consentendo alle aziende il consolidamento del *business* e l'accesso a nuovi mercati.

Le acquisizioni possono essere classificate in due principali categorie in base alla tipologia e alla natura del controllo manageriale degli azionisti (Snow, 2011).

La prima modalità sono gli investimenti che conferiscono il controllo: consentono di esercitare una forte influenza sulle decisioni aziendali, il controllo è effettivo se l'azienda possiede oltre il 50% delle azioni o diritti di voto che conferiscono il potere decisionale.

La seconda tipologia è l'investimento di minoranza che non consente all'acquirente di avere autonomia nelle decisioni aziendali, in quanto detiene una quota inferiore al 50% delle azioni e il diritto di voto non garantisce un'influenza dominante.

La scelta della tipologia di operazione è legata alla strategia e alla direzione che vuole seguire l'azienda, in quanto ogni iniziativa è alimentata da diverse tipologie di obiettivi

strategici, risorse finanziarie disponibili, propensione al rischio e condizioni di mercato (John Wiley & Sons, 2010).

Attraverso un'acquisizione (*Takeover*) un'azienda ottiene il controllo di un'entità *target*, delle sue operazioni, *asset*, passività e altre risorse strategiche (Ross, Westerfield, & Jordan, 2016). Queste operazioni possono assumere diverse forme di ottenimento dell'impresa obiettivo, tra le quali la rilevazione delle attività, delle azioni, oppure entrambe (Gaughan, 2010). Quando si parla di un'operazione in cui si acquistano delle attività, avviene una transazione attraverso la quale l'acquirente rileva specifici *asset*, oppure l'acquisto integrale della stessa. Invece, si parla di uno "*stock purchase*" oppure un "*equity purchase*" quando l'azienda acquirente compra direttamente le azioni "*outstanding*" della società *target* in modo immediato dagli *shareholders*.

Le operazioni di acquisizione, in accordo con la letteratura, possono essere molto varie in termini di obiettivi strategici e di sinergie che possono crearsi. Damodaran (2005), definisce la sinergia come:

"Il valore aggiuntivo che si genera combinando due aziende e creando opportunità di mercato che non sarebbero state disponibili alle stesse aziende se avessero operato individualmente".

Le sinergie sono un aspetto importante in quanto determinano la convenienza dell'operazione, influenzano il prezzo dell'impresa *target* e rappresentano il punto di partenza per l'integrazione post-acquisizione.

Le sinergie possono essere di costo: si generano eliminando la duplicazione di funzioni, ottimizzando la filiera produttiva oppure sfruttando economie di scala. Il risultato è la diminuzione dei costi complessivi e l'aumento della redditività e della competitività all'interno di uno specifico settore di riferimento, oppure possono essere di ricavo, in

questo caso avvengo in quanto si è in grado di aumentare e differenziare l'offerta, potenziare i canali distributivi e aumentare l'area geografica coperta, espandendo il bacino utenti, aumentando la quota di mercato e la posizione competitiva dell'impresa. (Kaplan & Norton, 2004).

Altre motivazioni posso spingere un'impresa ad effettuare un'operazione di questo tipo, ad esempio delle iniziative potrebbero avere come obiettivo l'entrata in un nuovo mercato oppure l'acquisizione di risorse tecnologiche, talenti, proprietà intellettuali o materie prime determinanti per l'acquisizione di un vantaggio competitivo.

Un ulteriore fattore potrebbe essere il riposizionamento del *brand* oppure il *re-branding* all'interno del proprio contesto geografico di riferimento oppure al di fuori dello stesso, con l'obiettivo di aggredire un nuovo segmento di clientela attraverso una nuova proposta di valore, differenziando la propria offerta da quella dei *competitors*. (Porter, 1985).

L'ultima motivazione, probabilmente una delle più importanti è la diversificazione: aumentare la propria offerta sia geografica che di prodotto o servizio, comporta una riduzione della dipendenza dell'impresa da uno specifico segmento di mercato o da una specifica area geografica, riducendo il rischio nel lungo termine e promuovendo le *performance* e la stabilità nel lungo periodo (Ansoff, 1957).

Nonostante le decisioni riguardo le operazioni di acquisizione siano guidate da intenti virtuosi e chiari razionali strategici, e quindi dovrebbero portare ad un miglioramento dello *status quo* dell'azienda acquirente creando nuovo valore (Cartwright & Cooper, 2014; Gomes et al., 2018); la riuscita dell'operazione dipende da diversi fattori che variano in relazione allo specifico accordo, alle caratteristiche delle parti coinvolte e alle dinamiche di mercato.

2.2 Motivazioni strategiche

Le operazioni di acquisizione costituiscono una delle strategie più utilizzate dalle imprese per superare dei vincoli dimensionali che ne minano la loro competitività.

Per gli studiosi Tamosiuniene e Dksaitelet (2009), le principali motivazioni che guidano le imprese ad effettuare operazioni di acquisizione, includono la necessità di andare oltre ai vincoli strutturali, ed avere accesso a nuove risorse, migliorando la posizione competitiva e strategica all'interno del mercato.

Tale esigenza emerge principalmente in contesti che sono caratterizzati da mercati saturi oppure con una forte regolamentazione, dove l'espansione è molto complicata. In questa tipologia di ambienti competitivi acquisire un'altra azienda oppure essere acquisiti può significare un aumento dello sviluppo aziendale, in quanto favorisce l'accesso a nuovi segmenti di mercato e nuove risorse intellettuali e finanziarie (Cartwright & Cooper 1992).

Le operazioni di acquisizioni riescono talvolta a svolgere un ruolo importante nel superamento di alcune barriere finanziarie. Infatti, le aziende che hanno come obiettivo l'accesso ai mercati di capitali ed incontrano difficoltà, spesso ricorrono alle operazioni di *M&A* per migliorare e rafforzare la propria posizione finanziaria. Ciò avviene anche nelle operazioni che coinvolgono imprese familiari. Snow (2011) evidenzia come le diverse tipologie di imprese possano decidere di cedere alcuni *asset* strategici, rami di azienda, divisioni o intere società per aumentare la propria liquidità.

Nello specifico le imprese familiari di piccole dimensioni dispongono di risorse finanziarie limitate, rispetto alle grandi aziende acquirenti in quanto spesso il controllo è accentrato a pochi membri della famiglia (Kaplan & Norton, 2004) e attraverso un'operazione di finanza straordinaria possono sfruttare i flussi di cassa e la capacità di

indebitamento dell'impresa acquirente per investire in nuove iniziative ed accelerare la crescita.

Oltre ad aspetti puramente economico-finanziari devono essere considerate variabili determinanti gli aspetti organizzativi, strategici e l'allineamento culturale delle imprese coinvolte.

Le aziende familiari, infatti, presentano spesso delle strutture organizzative peculiari, tradizioni e modelli di *governance* che possono influenzare il successo dell'integrazione *post- deal*.

Un ulteriore aspetto strategico è l'acquisizione di talenti esterni all'impresa, queste operazioni infatti permettono di colmare la distanza in termini di competenza rispetto ai diretti concorrenti sul mercato in quanto riescono ad attrarre nuove figure professionali e rafforzare la *leadership* aziendale (Hitt, Ireland & Hoskissno, 2017).

In conclusione, le operazioni di acquisizione rispondono ad una serie di motivazioni che spaziano dall'aumento dimensionale, all'accesso al mercato dei capitali oppure all'ottenimento di nuove risorse strategiche. Le imprese familiari spesso, ostili nei confronti di tali operazioni, si stanno aprendo a questa tipologia di strategia, anche grazie a nuove tipologie di attività come il *Management Buy In*, che rappresentano una buona soluzione per mantenere la continuità aziendale e familiare, affidando la *governance* a *manager* esterni.

2.3 Il processo di Acquisizione

Alla base del processo di acquisizione, come già descritto nel paragrafo precedente ci sono diverse motivazioni strategiche che sono il punto di partenza del processo valutativo, decisionale e negoziale. Il procedimento che porta alla formalizzazione dell'operazione

coinvolge un elevato numero di professionisti ed è composto da diverse fasi che verranno descritte all'interno di questo paragrafo.

La prima cosa da individuare è la tipologia di attori coinvolti nell'operazione, in quanto la loro natura impatta le motivazioni intrinseche dell'operazione e l'orizzonte temporale di riferimento.

Possiamo sicuramente distinguere due tipologie di investitori differenti:

1. Investitori istituzionali
2. Investitori industriali

Gli investitori istituzionali operano nei settori più disparati con una logica di medio medio-lungo termine ed un interesse legato principalmente all'aumento dell'utile per azione (EPS) e del *dividend yield*.

Gli investitori industriali invece hanno come principali obiettivi, l'ampliamento della disponibilità di prodotti, l'entrata in nuovi mercati, l'internazionalizzazione e lo sviluppo delle sinergie.

Oltre alle motivazioni strategiche, anche il rischio è differente in quanto nelle operazioni che coinvolgono investitori industriali la scelta è ponderata e con un orizzonte temporale più ampio. L'impresa sceglie di investire in quanto si accorge che per ampliare il proprio *business* e crescere ha bisogno di risorse e *know-how* esterno e la mancanza di questi aspetti costituirebbe un ostacolo. Per quanto concerne invece gli investitori istituzionali come Fondi di investimento (Hedge fund, Venture capital, Private equity), l'obiettivo si sposta maggiormente sul medio termine con un orizzonte temporale tipicamente compreso nei 3/5 anni per i *Private Equity* e *Venture Capital* e un orizzonte ancora più breve per gli *hedge fund*. L'investimento è finalizzato ad una vendita nel momento in cui si registra una plusvalenza soddisfacente rispetto alla spesa iniziale.

Importante è, dopo aver individuato le differenze in termini di rischio e orizzonte temporale, sottolineare la tipologia di *deal*, che può prevedere diverse quote di partecipazione: maggioritaria, totalitaria e minoritaria.

Per l'analisi esposta nei capitoli successivi, ci focalizzeremo principalmente su operazioni maggioritarie o totalitarie dei *player* industriali, in quanto sono più coerenti al contesto dei *Family business*.

Dopo aver compreso le diverse dinamiche e differenze che sono alla base di un'operazione di finanza straordinaria, procediamo con una breve descrizione del processo di Acquisizione descrivendo i principali *step* dell'operazione.

2.3.1 Individuazione dell'impresa target

Il primo *step* in un processo di acquisizione è la fase di individuazione dell'impresa *target*: l'impresa acquirente effettua uno *screening* delle possibili imprese che costituirebbero un'opportunità di investimento coerentemente con gli obiettivi prefissati e la direzione strategica pianificata. L'impresa, inoltre, deve capire se l'operazione di acquisizione è la più efficiente e conveniente nello specifico contesto geografico, di mercato e legale considerato.

Delineate le caratteristiche delle risorse da acquisire (es. *know-how*, materie prime) l'impresa decide la metodologia di raccolta del capitale, e le tempistiche all'interno delle quali vuole chiudere l'operazione. Spesso la società richiede, tramite professionisti esterni (es. consulenti) aiuto nel processo di acquisizione, dall'inizio dell'operazione alla chiusura del *deal*, individuando nella fase iniziale le diverse alternative disponibili sul mercato, la valutazione dell'impatto dell'operazione sulle *performance* aziendali e un aiuto nel processo di *due diligence*.

La fase di valutazione delle potenziali aziende *target* avviene inizialmente tramite dati pubblici in quanto non si hanno ancora rapporti diretti con le controparti, si valutano dati economici attraverso degli indici reddituali e finanziari (es ROA, EBITDA MARGIN) (Palm, M., Kraft, P. S., & Kammerlander, N.2024), il possibile ampliamento della gamma dei prodotti, economie di scala e scopo e la composizione della *governance* aziendale dell'impresa *target*.

Una volta valutato il valore *stand-alone* delle possibili imprese acquisite si valutano le potenziali sinergie e si studia un piano di integrazione tra le aziende coinvolte.

Si identificano così diverse alternative che verranno poi mostrate al *management* che valuterà quelle più interessanti ed in linea con i valori aziendali e la direzione strategica.

I responsabili dell'operazione tramite un "*approach letter*" comunicano alle imprese selezionate la volontà di acquisire e descrivono le prospettive strategiche e le caratteristiche dell'operazione. Le parti che rispondono positivamente vengono inserite all'interno di una "*short list*" che costituisce la base per la sottoscrizione del "*non disclosure agreement*" tramite il quale le parti costituiscono un accordo di riservatezza e un intervallo di tempo all'interno del quale non potranno essere diffuse informazioni, inoltre si dispone che i dati raccolti relativi all'impresa *target* vengano utilizzati unicamente per il proseguo dell'operazione.

Quando l'azienda *target* dimostra un interesse nella cessione, e quindi un'apertura all'acquisizione, la società acquirente inizia a predisporre l'*information memorandum* all'interno del quale si descrive il settore di riferimento con le relative potenzialità, un'analisi degli *asset* disponibili e dei prodotti, ed una previsione sui flussi di cassa prospettici realizzabili.

L'impresa acquirente valuterà tramite questo documento il prezzo di partenza sul quale poi andranno avanti le trattative.

Oltre agli aspetti finanziari sopracitati, un fattore determinante nella valutazione dell'impresa *target* che influenza la propensione delle due imprese a proseguire le trattative e concludere l'operazione è la similarità tra le due aziende.

La letteratura, infatti, evidenzia come le similarità geografiche, territoriali, culturali, tecnologiche e settoriali incoraggino la selezione di una determinata impresa *target* e la possibile conclusione del *deal* (Boschma, R., Marrocu, E., & Paci, R. (2016). Alcuni studi (Bettinazzi, E. L. M., Miller, D., Amore, M. D., & Corbetta, G; 2018) trovano cruciali le affinità tra la struttura di *ownership* delle imprese coinvolte piuttosto che considerare altre caratteristiche come il settore di appartenenza, il modello di *business* o la posizione geografica. L'assunzione nasce dal fatto che aziende con caratteristiche proprietarie simili condividono, spesso, lo stesso orizzonte temporale e strategico e una cultura aziendale allineata; un esempio è rappresentato dalle imprese familiari che condividono un orientamento al lungo termine e altri valori come la Socioemotional Wealth e l'avversione al rischio (Gomez-Mejia et al.;2018), rispetto a fondi di investimento che invece si focalizzano sulla massimizzazione nel breve termine.

La somiglianza nella *ownership* comporta una più facile comprensione e interpretazione tra le due entità (es. aziende familiari) e una ricezione dei segnali informativi agevolata; risulta anche più semplice l'individuazione delle possibili sinergie dell'operazione e la realizzazione delle stesse, soprattutto per quanto riguarda le informazioni difficili da quantificare come ad esempio la visione o le motivazioni. Infine, la stessa tipologia di *ownership* determina una fase di negoziazione più veloce e trasparente (Bettinazzi et al., 2018).

Sebbene si dimostra una maggiore propensione all'operazione di acquisizione, la similarità di proprietà può comportare anche una duplicità e sovrapposizione dei ruoli; ad esempio un'operazione tra due imprese familiari rispetto ad un'operazione tra un'impresa familiare e un fondo di *private equity* non permette, tendenzialmente, l'ottenimento di risorse complementari come i rapporti con le banche e vantaggi reputazionali; inoltre altri studi dimostrano che la competizione personale tra i fondatori e le famiglie coinvolte nei *deals* tra imprese familiari possono causare conflitti e diminuire la probabilità di conclusione dell'operazione (Gomez-mejia et al.; 2007).

2.3.2 Valutazione dell'impresa target e fase di negoziazione

Nella fase di valutazione, dopo aver individuato l'impresa *target* si approfondiscono le considerazioni già avviate in fase di *screening*, con l'obiettivo di determinare il valore del capitale proprio dell'impresa. Tale stima deve avvenire con la massima obiettività, attraverso un'analisi dettagliata delle *performance* economico finanziarie dell'impresa *target* attuali e prospettiche al fine di individuare il valore dell'azienda per poi definire con il *management* le possibili sinergie che potrebbero derivare dall'operazione. Le valutazioni soggettive (non oggettivamente qualificabili) determineranno il così detto: "*premium price*", cioè quel sovrapprezzo (porzione di prezzo in più) che la società acquirente offre per beneficiare delle sinergie.

La prima parte della fase di contrattazione inizia attraverso una "lettera di intenti" che ha come obiettivo la formalizzazione delle trattative e il loro stato. Tale documento contiene informazioni riguardo il prezzo dell'operazione, le tempistiche e l'evidenza di eventuali condizioni sospensive per il completamento della trattativa.

L'impresa *target* una volta pervenuta la lettera di intenti, qualora ritenga che le condizioni siano soddisfacenti comunica la volontà di procedere e le controparti predispongono un periodo di tempo nel quale non è possibile per l'impresa recepire altre offerte.

Dopo la predisposizione della *Letter of intents* si decidono i soggetti giuridici coinvolti nell'acquisto, la sua modalità di pagamento (azionario, pagamento in contanti, o dilazionato) e vengono stabiliti dei requisiti minimi per il buon esito dell'accordo considerando anche dei fattori di rischio.

Si arriva così alla formalizzazione di una "*non binding offer*" che costituisce un'offerta non vincolante in quanto le parti coinvolte dispongono di terminare la fase di *due diligence* per l'ufficializzazione dell'offerta.

Al termine della fase di negoziazione c'è la stipula dell'atto formale che sarà legalmente vincolante e definirà gli obblighi delle parti.

2.3.3 Due Diligence

La *due diligence* è un insieme di attività che hanno come obiettivo esaminare gli elementi rischiosi che potrebbero, in qualche modo, compromettere l'esito positivo di un'operazione di acquisizione. Alla base di questo processo c'è la volontà di ridurre le asimmetrie informative che emergono tra le parti coinvolte al fine di garantire una maggiore trasparenza nelle fasi dell'operazione.

Il processo di *due diligence* generalmente viene effettuato dall'acquirente una volta che viene formulata un'offerta non vincolante che definisce i requisiti essenziali dell'operazione e la manifestazione di interesse delle parti; si definisce *Buy Side Due Diligence* l'attività dell'acquirente che ha come obiettivo l'ottenimento di garanzie adeguate rispetto la solidità dell'investimento. Negli ultimi anni però si sta diffondendo

anche la pratica della *Vendor-Due diligence*, che ha come obiettivo la richiesta da parte del venditore di informazioni riguardo l'impresa acquirente al fine di facilitare le procedure massimizzando il valore della transazione.

La *due diligence* può essere definita in diverse fasi del processo di acquisizione. Se viene svolta *ex-ante* la risoluzione dell'accordo si parla di *Pre-Acquisition Due diligence* e il principale obiettivo è garantire all'acquirente le informazioni e gli strumenti necessari per valutare la convenienza dell'operazione, la *Post-Acquisition Due Diligence* ha invece come obiettivo la verifica delle condizioni negoziate e consente di rinegoziare il prezzo qualora emergano discrepanze tra le previsioni e i risultati effettivi, e in alcuni casi specifici, consente di annullare il contratto.

Per il compimento della *due diligence*, le aziende si avvalgono di solito di professionisti esterni, spesso consulenti legali, fiscali o di specifiche funzioni, che si occupano delle diverse fasi del processo.

La *due diligence* finanziaria che ha come obiettivo analizzare la condizione economico-finanziaria dell'impresa *target* esaminando i principali indicatori chiave come i ricavi l'Ebitda e la posizione finanziaria netta, definendo la sostenibilità finanziaria dell'impresa, il livello di indebitamento e il capitale circolante netto.

La *due diligence* commerciale invece si concentra sulla valutazione del modello di *business* dell'azienda *target* e sulla competitività dell'impresa sul mercato di riferimento. Si analizzano anche la struttura organizzativa, al fine di individuare la corretta strategia di integrazione, la clientela e le potenzialità di crescita.

Dal punto di vista fiscale invece, il processo ha l'obiettivo di identificare la situazione tributaria dell'azienda da acquisire, individuando possibili passività fiscali e il loro

impatto economico, efficientando l'operazione (minimizzando i costi) mantenendo i rischi bassi.

Si effettuano infine valutazioni riguardo aspetti normativi e contrattuali che riguardano l'impresa *target* e il contesto nazionale di riferimento. Tra questi rientrano le valutazioni riguardo gli aspetti contrattuali, l'autorizzazione e i vincoli ambientali, gli accordi finanziari, i diritti sulle proprietà intellettuali e le normative antitrust.

2.3.4 L'integrazione

Uno degli elementi che determina il successo nelle operazioni di acquisizione è rappresentato dalla strategia di integrazione che l'acquirente e l'azienda *target* decidono di adottare; le variabili principali che bisogna tenere in considerazione sono il grado d'integrazione e la velocità dell'integrazione.

Per quel che concerne il grado di integrazione, si riferisce alla profondità con cui l'azienda acquirente incorpora l'acquisita all'interno della propria struttura aziendale e organizzativa, tale scelta influenza positivamente e negativamente alcuni aspetti.

Un'integrazione radicata, tra le due parti, può comportare un aumento delle sinergie, combinando le risorse delle diverse parti coinvolte nel *deal*; Larsson & Finkelstein (1999) e Zollo & Singh (2004) sostengono che un'integrazione profonda può garantire diversi benefici.

In primo luogo, si registra una maggiore efficienza operativa che avviene in quanto l'omologazione e la standardizzazione dei processi tra le aziende comporta la riduzione delle duplicazioni e conseguentemente l'abbassamento dei costi e il miglioramento della produttività. In secondo luogo, si verifica una ottimizzazione delle risorse grazie alla possibilità di sfruttare in maniera più efficace le risorse umane, tecnologiche e finanziarie

delle due imprese. Infine, l'integrazione consente un migliore coordinamento strategico poiché la fusione dei processi decisionali e delle strutture organizzative può facilitare una risposta più tempestiva alle esigenze di mercato e una pianificazione più efficace.

Tuttavia, un'integrazione profonda può comportare anche dei rischi, in particolare legati all'aumento della complessità organizzativa. Tra questi, vi è innanzitutto la resistenza al cambiamento, in quanto i dipendenti dell'impresa *target* potrebbero dimostrarsi ostili, ancorati alle procedure e all'organizzazione precedente, rallentando così il processo di integrazione.

Un altro rischio è rappresentato dai conflitti culturali: se le due aziende non sono culturalmente allineate, la presenza di valori, abitudini e stili gestionali differenti può ostacolare l'integrazione.

Infine, è possibile che si verifichi un aumento della complessità strutturale, specialmente nei casi in cui le aziende coinvolte presentino caratteristiche molto diverse tra loro, situazione che potrebbe generare inefficienze gestionali.

Diverse sono le tesi in merito alla velocità dell'integrazione: un'integrazione veloce riduce l'incertezza dei dipendenti e del consumatore (Homburg and Bucerius, 2006), permette l'ottenimento delle sinergie più velocemente e un ritorno sull'investimento più immediato (Angwin, 2004; Bauer and Matzler, 2014).

Schweizer & Patzelt (2012) con la loro ricerca dimostrano che un'integrazione veloce può rafforzare l'impegno dei dipendenti, specialmente se vi è una figura con una *leadership* forte che guida il processo; tuttavia, un approccio molto rapido può generare anche degli effetti negativi (Bragado, 1992; Schweizer, 2005), in quanto è spesso difficile l'allineamento in poco tempo tra le due imprese, e ciò comporta l'origine di problemi organizzativi e culturali tra i dipendenti dell'impresa.

Per questo motivo alcuni autori (Birkinshaw et al., 2000; Ranft & Lord, 2002) sostengono che un'integrazione più graduale può incentivare lo sviluppo della fiducia tra i dipendenti delle due aziende; pertanto, ipotizzano che la velocità ottimale di integrazione è strettamente collegata alla compatibilità strategiche e culturale tra le imprese coinvolte. Nonostante la letteratura abbia condotto diversi studi a riguardo non è ancora provata una correlazione diretta tra le *performance* dell'operazione di acquisizione e la velocità dell'integrazione.

Le dinamiche appena descritte assumono un significato ancora più complesso e delicato quando l'operazione di acquisizione coinvolge un'impresa a conduzione familiare. In questi casi, le variabili organizzative e culturali si intrecciano con elementi identitari e relazionali, rendendo fondamentale una comprensione profonda delle caratteristiche che definiscono un *family business* e il ruolo che hanno all'interno di queste operazioni.

2.4 Operazioni di acquisizione nelle aziende familiari

Nel Corso degli anni la letteratura ha indagato sulle operazioni di acquisizione nei *family business* e sui vari aspetti che caratterizzano questa tipologia di operazione nel contesto delle imprese familiari come la *Socioemotional wealth*; tuttavia, gli studi a riguardo sono molto discordanti.

Una sostanziale parte della letteratura sul tema cerca di indagare sulle *performance* dell'operazione di acquisizione, che viene intesa come l'ammontare di valore creato, sia dal punto di vista della riduzione dei costi che dell'aumento dei ricavi; tale valore può coprire due diversi orizzonti temporali: breve termine e lungo termine.

Il valore nel breve termine si riferisce ad esempio alla reazione del mercato azionario che impatta sul valore dell'azienda (Zollo & Meier, 2008: 56), mentre il valore nel lungo

termine si riferisce alle potenziali sinergie che posso crearsi attraverso, per esempio economie di scala o scopo (Zollo & Meier, 2008).

Nonostante tali operazioni possano favorire la crescita, una parte altrettanto folta di letteratura sostiene che le operazioni di acquisizione spesso distruggono valore in quanto i *manager* antepongono i loro interessi personali e il loro prestigio, alla massimizzazione del ritorno per gli azionisti e il bene dell'impresa (Amihud & Lev, 1981). Le principali motivazioni che portano a delle *performance* negative sono riconducibili alla capacità di integrazione delle controparti coinvolte e al processo di *due diligence* post acquisizione. Negli ultimi anni l'aumentare delle operazioni nel contesto delle imprese familiari ha spinto gli studiosi ad indagare sull'impatto sulle *performance* del *deal* che si verifica quando l'impresa acquirente è familiare (Worek, 2017).

La letteratura ha con i primi studi dimostrato una predisposizione minore delle imprese a conduzione familiare di intraprendere operazioni di M&A (Caprio et al., 2011; Gomez-Mejia et al., 2018; Miller et al., 2010; Requejo, Reyes-Reina, Sanchez-Bueno, & Suárez-González, 2018), ciò è dovuto alla tendenza nel perseguire obiettivi che non sempre sono legati al lato economico, ma molto spesso si concentrano sul mantenere il controllo dell'organizzazione e proteggere la *Socioemotional Wealth*.

Un altro aspetto da tenere in considerazione nell'analisi è una diversa percezione del rischio da parte della *governance* dei *family business*. Infatti, questa tipologia di imprese si dimostra più avversa al rischio (Donckels & Fröhlich, 1991; Schulze, Lubatkin, & Dino, 2002).

Qualora i membri familiari dovessero decidere di acquisire un'azienda, si dimostra una tendenza nello scegliere aziende di piccole dimensioni che possano garantire il controllo

e un valore del *deal* non troppo alto, rispetto alle evidenze dei comportamenti riscontrati dalle aziende non familiari. (Miller et al., 2010).

Riguardo alle *performance* dell'operazione, comparate ai *business* non familiari, la letteratura e gli studi empirici offrono spunti differenti nel definire se i *family business* conseguano risultati migliori o peggiori delle imprese non familiari.

Alcune ricerche, infatti, affermano che i membri della famiglia incentivano tali operazioni per promuovere i propri interessi, e mantenere il controllo, a discapito degli azionisti di minoranza, ciò comporta il *principal-principal problem* (Schulze, Lubatkin, & Dino, 2003; Schulze, Lubatkin, Dino, & Buchholtz, 2001), dimostrando così *performance* minori rispetto a imprese non familiari.

D'altro canto, altri ricercatori, affermano che i membri della famiglia influenzano positivamente il valore generato dall'acquisizione in quanto, riescono a prevenire ed evitare il meccanismo *Principal-agent* (Fama & Jensen, 1983; Jensen & Meckling, 1976).

La letteratura sui *family business* evidenzia come la SEW (Socio emotional Wealth), abbia un ruolo predominante nell'influenzare le decisioni all'interno del contesto aziendale, soprattutto nelle aziende familiari, e nel contesto delle operazioni di finanza straordinaria come le acquisizioni.

Come descritto precedentemente la SEW fa riferimento ai benefici emotivi, relazionali e identitari che i familiari ottengono dalla gestione dell'azienda (Berrone et al.; 2012); tali aspetti vanno ad influenzare significativamente le scelte direzionali aziendali nelle imprese familiari rispetto alle non familiari avendo effetti sia positivi che negativi sulle *performance* dell'acquisizione (Gomez-Mejia et al., 2011).

Le evidenze empiriche dimostrano che le imprese familiari preferiscono operazioni correlate al proprio settore di attività, in quanto consentono di mantenere il controllo e ridurre i rischi legati alla diversificazione (Hussinger & Issah, 2019).

L'orientamento della famiglia nel mantenere il controllo comporta una maggiore cautela nella selezione delle aziende da acquisire, si rileva anche una preferenza delle imprese familiari nell'effettuare operazioni domestiche rispetto a operazioni transfrontaliere, in quanto queste ultime, sono più difficili da gestire e potrebbero portare alla perdita dell'identità della famiglia (Palm et al., 2023), ciò è dovuto al fatto che tali operazioni richiederebbero cambiamenti organizzativi e strutturali importanti come ad esempio affidarsi a *manager* esterni all'impresa e alla famiglia andando a minare la SEW.

La SEW, tuttavia, non è solamente un vincolo negativo, in quanto porta alla costruzione di risorse uniche, ad un forte senso di appartenenza ed a un orientamento al lungo termine, queste caratteristiche sono importanti, in particolar modo nel momento dell'integrazione con le aziende *target*.

Recenti studi infatti, dimostrano che, in media i *family business* ottengono risultati migliori grazie ad un'attenzione maggiore nella ricerca dell'azienda *target*, dovuta ad una più elevata avversione al rischio ed una più accurata coerenza strategica e culturale tra impresa *target* e impresa acquirente (Palm et al., 2023)

Si può concludere che il successo dell'operazione dipende dalla capacità dell'impresa di bilanciare aspetti emotivi e culturali come la SEW con la necessità di adattamento ed espansione promosse dal mercato.

Dopo aver esaminato nel dettaglio la letteratura relativa al ruolo ricoperto dalle imprese familiari in qualità di acquirenti, con particolare attenzione agli studi che analizzano

l'impatto di tali soggetti sul valore delle operazioni; si procede lo studio analizzando le evidenze empiriche riguardo i *deals* che coinvolgono imprese familiari *target*.

2.4.1 Acquisizioni con imprese *target* familiari

Negli studi recenti sulle operazioni di acquisizione con imprese *target* familiari, emergono delle caratteristiche peculiari che possono incidere in modo significativo sulla riuscita dell'operazione: dalla *governance* interna alla cultura organizzativa, passando per il legame emotivo con l'azienda e la sua storia.

Nel contributo di Michelsen Jaramillo et al.; (2023), che approfondisce le complessità e le particolarità delle operazioni di acquisizione che coinvolgono imprese familiari nel ruolo di *target* in America latina emergono elementi di complessità.

L'articolo evidenzia tra le variabili chiave che influiscono negativamente sul processo di acquisizione se non gestite correttamente: la mancanza di esperienza nei processi di acquisizione dell'impresa *target* nell'operazione, l'intreccio economico tra famiglia e impresa, ad esempio *asset* personali intestati alla società o viceversa, e lo stretto legame emotivo dei proprietari con l'azienda. Questi fattori vengono ritenuti dallo studio particolarmente delicati e spesso causa di ritardi, incomprensioni e frizioni negoziali.

Importante è anche individuare in anticipo eventuali dissensi interni, poiché il consenso all'operazione può essere condizionato da dinamiche personali dei membri della famiglia.

Inoltre, un altro aspetto critico è rappresentato dalla trasformazione del ruolo dei membri della famiglia che decidono di rimanere operativi all'interno dell'azienda, il passaggio da proprietari a dipendenti può generare tensioni se non vengono chiarite bene le responsabilità, i ruoli e le clausole di uscita. Le dinamiche descritte sono ancora più

complesse quando tutte le controparti coinvolte sono familiari, dando origine ad ulteriori sfide legate all'integrazione e ai modelli di *governance* e valoriali.

2.4.2 Operazioni di acquisizione tra *family business*

Per quanto riguarda le operazioni di acquisizione che coinvolgono imprese familiari, in qualità di acquirente e *target*, costituiscono un ambito di crescente interesse nella letteratura dei *family business*, ma allo stesso modo caratterizzato da evidenze spesso discordanti.

Sebbene sia comune pensare che la natura familiare possa suggerire una maggiore compatibilità in termini culturali, organizzativi e valoriali, diversi studi evidenziano come tali operazioni non sempre conducano a *performance* superiori, anzi in alcuni casi si rilevano problematiche per l'esecuzione del *deal*.

Gleason, Pennathur e Wiggenhorn (2014) analizzando un campione di 307 acquisizioni di imprese familiari nel periodo tra il 1984 e gli anni 2000, sottolineano come gli acquirenti che rilevano imprese familiari sperimentano rendimenti negativi nel lungo periodo, in relazione anche alla percentuale di proprietà all'interno della direzione aziendale. Gli autori affermano che la struttura di *governance* gioca un ruolo cruciale: all'aumentare della proprietà familiare diminuiscono le *performance*.

Bettinazzi et al.; (2018) mostrano come le acquisizioni tra imprese familiari non sono necessariamente vantaggiose. Al contrario, meccanismi di *governance* simili possono generare duplicazione dei ruoli, incertezze nella *leadership* e difficoltà di integrazione strategica.

Infine, Palm e Kraf (2023) evidenziano, come i *deals* che coinvolgono imprese familiari comportino un "equilibrio instabile": da un lato la vicinanza valoriale e la visione di lungo

termine possono facilitare la cooperazione iniziale, dall'altro le motivazioni non economiche i legami affettivi e il desiderio di preservare la SEW da parte di entrambe le famiglie possono ostacolare i cambiamenti necessari per rendere efficace l'integrazione. La letteratura suggerisce che le operazioni di acquisizione tra imprese familiari non garantiscono automaticamente una maggiore creazione di valore, l'eccessiva similarità nelle strutture di *governance* o l'esistenza di interessi emotivi non allineanti possono rappresentare una barriera all'efficace realizzazione delle sinergie previste.

Importante è comprendere il ruolo della SEW nelle operazioni di acquisizione nei *family business*, in quanto rappresenta un ostacolo importante nel definire i cambiamenti necessari per l'efficacia dell'integrazione.

2.5 Formulazione delle ipotesi di ricerca

Dopo aver analizzato la letteratura in merito alle operazioni di acquisizione e aziende familiari, si presentano attraverso questo paragrafo i riferimenti teorici e concettuali che costituiscono la base per la formulazione delle ipotesi di ricerca. L'obiettivo dell'indagine è esplorare le differenze di *performance* post-acquisizione tra aziende familiari e non familiari, analizzando il fenomeno dal punto di vista dell'impresa acquisita: una prospettiva ancora poco esplorata dalla letteratura. Lo studio, e le ipotesi verranno formulate coerentemente con le metodologie già validate della letteratura cercando di fornire nuovi spunti e arricchire la ricerca attuale sulle imprese familiari e acquisizioni.

Le evidenze dello studio della letteratura hanno confermato che le operazioni di acquisizione costituiscono una buona opportunità per le imprese, in quanto consentono di accedere a nuovi mercati, crescere di dimensioni, ottenere sinergie e *know-how* esterno,

riuscendo così a migliorare la competitività dell'impresa in uno specifico settore di riferimento.

Negli ultimi anni le operazioni di finanza straordinaria hanno costituito un argomento molto dibattuto nella letteratura, rispetto alle discriminanti che influenzano o possono influenzare i risultati dell'operazione; un'opinione comune però è che la tipologia di impresa acquirente e le sue peculiarità hanno un impatto decisivo sulle *performance post-deal*. Nel momento in cui un'azienda decide di vendere, emergono comportamenti e meccanismi diversi se si parla di un *family business* o non *family business* e anche la valutazione dell'investimento da parte dell'impresa acquirente è influenzata dalla *ownership* dell'azienda *target*.

Dalla letteratura, infatti, si evince che le imprese familiari possono ottenere una valutazione maggiore nelle operazioni di acquisizione rispetto alle non familiari, in quanto percepite più stabili e credibili, nonostante si percepiscano delle possibili difficoltà di integrazione durante tutte le fasi del *deal*. (Chrisman et al., 2005; Naldi et al., 2007).

Per quanto riguarda le *performance*, gli studi evidenziano risultati abbastanza contrastanti, in quanto alcune ricerche sostengono che l'orientamento al lungo termine e il maggior controllo sulla *governance* dell'impresa da parte delle aziende familiari riesce a migliorare l'integrazione e la creazione di valore, mentre altre evidenziano che l'avversione al rischio e la rigidità strategica può compromettere il successo dell'operazione. (Palm et al., 2023).

Proprio l'avversione al rischio comporta che le aziende familiari preferiscano operazioni all'interno della propria sfera di competenza e nei propri confini geografici percepiti come meno rischiosi e più vicini all'attività di *business*.

In merito alle *performance* economico finanziarie misurate con Variazione dell'Ebitda (pre/post-acquisizione) e variazione del ROA (pre/post-acquisizione) le imprese familiari acquirenti ottengono in media *performance* migliori rispetto alle non familiari (Palm et al., 2023), ciò però avviene quando si effettua un'accurata selezione dell' *target* e se l'impresa non presenta una rigidità strategica e di *governance* così accentuata da ostacolare i cambiamenti necessari *post* acquisizione disperdendo possibili sinergie.

Dal lato dell'impresa *target* invece, le imprese familiari potrebbero risultare più ostili al cambiamento, cercando di tutelare la cultura aziendale ostacolando la riuscita del *deal*.

Come già introdotto precedentemente, la prospettiva di analisi di questa tesi si focalizza sulle possibili differenze nella riuscita dell'operazione prendendo in considerazione *family e non-family* business, le imprese familiari che hanno una cultura più radicata e il coinvolgimento dei familiari all'interno della *governance*, possono risultare più rigide nei processi di integrazione *post-deal* (Berrone et al., 2012; Zellweger et al., 2013), ostacolando la creazione delle sinergie previste e limitando le *performance* economiche finanziarie dell'operazione

A tal fine, per investigare sulle *performance* economiche finanziarie dei *deals* selezionati, in linea con gli studi precedenti, si è scelto di utilizzare il ROA e l'Ebitda margin (Palm et al., 2023), formulando la prima ipotesi di ricerca che verrà approfondita con due *competing hypotheses* vista l'impossibilità di determinare attraverso la letteratura una chiara tendenza positiva o negativa.

Prima ipotesi di ricerca: “*H1: Le azienda target familiari registrano performance post-acquisizione differenti rispetto alle aziende target non familiari*”

“*H1.a: Le aziende target familiari mostrano performance post-acquisizione superiori rispetto alle aziende target non familiari.*”

“H1.b: Le aziende target familiari mostrano performance post-acquisizione inferiori rispetto alle aziende target non familiari”

La formulazione della seconda ipotesi si fonda sulla teoria secondo la quale le imprese familiari hanno un approccio più conservativo e legato alle tradizioni e alla cultura aziendale rispetto alle non familiari (Gomez-Mejia et al.; 2011). Questo *modus operandi* potrebbe rendere più difficile l'integrazione con un'altra impresa familiare.

Inoltre, quando sia l'impresa acquirente che quella *target* sono a controllo familiare, potrebbero sorgere delle frizioni nella gestione *post-deal* dell'operazione. Diversi studi (Michelsen Jaramillo et al., 2023; Gleason et al., 2014; Bettinazzi et al., 2018), sottolineano come tali operazioni presentino difficoltà aggiuntive legate alla resistenza al cambiamento, alla duplicazione dei ruoli e alla mancanza di chiarezza nei processi decisionali. In questi casi, l'apparente compatibilità tra due *family business* può trasformarsi in un equilibrio instabile, in cui le motivazioni non economiche e legami affettivi ostacolano l'efficace integrazione strategica e organizzativa, compromettendo le *performance* complessive dell'operazione.

Seconda ipotesi di ricerca:

“H2: I deals che coinvolgono aziende familiari sia come acquirenti che, come target, generano performance inferiori rispetto ai deals in cui una delle due imprese non è familiare.”

La terza ipotesi invece si concentra sulla *governance* dell'impresa *target*, tenendo in considerazione la presenza dei membri familiari dell'impresa *target* all'interno del *board*,

la letteratura sottolinea come il coinvolgimento della famiglia all'interno del *board* dell'impresa possa comportare effetti potenzialmente negativi in termini di rigidità strategica, rallentando il processo decisionale ostacolando l'integrazione e l'organizzazione dell'assetto aziendale *post-deal*. (Minichilli et al., 2010). Lo studio di Zattoni et al., (2012) evidenzia come un'elevata presenza di membri familiari nel Consiglio di amministrazione comporta effetti ambivalenti sui processi del *board*. Da un lato favorisce l'impegno e l'utilizzo delle competenze disponibili, dall'altro riduce significativamente i conflitti cognitivi limitando il confronto critico tra visioni differenti compromettendo la qualità delle decisioni strategiche dell'impresa. La *performance* finanziari è influenzata dalla capacità del *board* di svolgere in modo efficace i compiti strategici che traggono beneficio dalla presenza di dibattito e visioni differenti; pertanto, si può ipotizzare che un *board* con un elevata presenza familiare possa risultare meno efficace nella gestione delle fasi complesse di un'integrazione post acquisizione. Da qui la formulazione dell'ipotesi secondo la quale la numerosità dei membri familiari nel *board* dell'azienda *target* potrebbe essere associata negativamente con le *performance* successive all'operazione.

Terza ipotesi di ricerca

“H3: La numerosità dei membri familiari nel board dell'azienda target è correlata negativamente con le performance post-deal.”

Le ipotesi saranno testate nel capitolo successivo attraverso l'analisi statistica dei dati raccolti.

3. Metodologia

3.1 Raccolta dati

Al fine di esaminare empiricamente il nostro modello di ipotesi, è stato estrapolato e costruito il campione di riferimento sul quale verranno poi effettuate le analisi statistiche che aiuteranno nella determinazione della veridicità delle ipotesi formulate oppure la loro confutazione. Per la costruzione del *dataset* è stato utilizzato Orbis: una banca data contenente le informazioni economiche finanziarie sulle società di tutto il mondo, ed Orbis M&A (ex Zephyr), che raccoglie dati riguardo operazioni di *M&A*, *IPO*, *Private Equity* e *Venture Capital*.

La costruzione del campione di riferimento mirava a rendere il più possibile comparabile ed omogeneo il *dataset* così da non influenzare l'analisi statistica, al tal proposito è stato individuato un settore di riferimento specifico così da non influenzare le *performance*, e rendere il più possibile comparabili i *deals* presi in esame; è stato considerato il settore NAICS 2017 “manufacturing”, che comprende l'industria manifatturiera, tale scelta è dovuta ad alcune considerazioni che riguardano l'importanza strategica del settore nel tessuto economico italiano, la rilevanza di quest'industria nel contesto delle operazioni di finanza straordinaria e il numero di *deals* effettuati nel periodo preso in esame.

Per l'individuazione del periodo esaminato si è scelto di considerare un arco temporale non troppo lontano dall'attualità, ma che comunque consentisse di raccogliere dei dati affidabili in relazione alla chiusura del *deals* ed ai suoi effetti (Palm et al., 2023); pertanto, il periodo considerato è dal 31/12/2012 al 31/12/2022.

Nella considerazione del periodo sono stati esclusi manualmente i *deals* appartenenti ad aree di *business* specifiche che hanno subito degli impatti notevoli a causa della crisi pandemica così da non alterare troppo il campione di riferimento.

Per quanto riguarda invece le modalità del *deals* si è scelto di considerare unicamente quelli conclusi con una metodologia di acquisizione diretta.

Le considerazioni invece, in termini geografici sono state fatte in modo da essere il più possibili coerenti con la domanda di ricerca analizzando unicamente le operazioni all'interno dei confini geografici nazionali, in modo da diminuire l'incidenza degli effetti delle caratteristiche economiche dei singoli paesi.

Un altro aspetto importante che ha comportato specifiche considerazioni in fase di selezione dei *deals* è stato la grandezza dell'impresa, in quanto l'obiettivo era di indagare specificamente sulle PMI italiane; pertanto, in linea con la letteratura e con le definizioni condivise sul sito dell'unione europea in merito alle caratteristiche che identificano una PMI, abbiamo deciso di considerare unicamente imprese *target* con le seguenti caratteristiche dimensionali:

1. Imprese che hanno un numero di occupati inferiore ai 250
2. Imprese con un fatturato inferiore ai 50 milioni di euro
3. Imprese con un totale annuo di bilancio inferiore ai 43 milioni di euro

Nello specifico per quanto riguarda il fatturato, si è deciso di eliminare i potenziali *outliers* attraverso la costruzione di un *box-plot* e di selezionare valori al di sotto dei 50 MLN di euro, coerentemente con la classificazione di Piccola e Media impresa, illustrata precedentemente.

Di seguito un riepilogo dei filtri considerati nella prima scrematura per la selezione del campione iniziale:

Database	Orbis M&A
Settore di riferimento	NAICS 2017 “Manufacturing”
Periodo considerato	31/12/2012-31/12/2022
Modalità di operazione	Acquisizione
Collocazione geografica target	Italia
Fatturato	< 50 mln
Dipendenti	< 250 mln
Totale annuo in bilancio	< 43 mln

Tabella 1: "Riepilogo filtri applicati sul Database Orbis M&A"

Dopo la selezione dei filtri elencati è stato individuato un campione di 997 *deals*, che comprendeva imprese *target* familiari e non familiari, rendendo quindi necessario un'ulteriore analisi al fine di individuare tra le operazioni estratte quelle che coinvolgono imprese familiari.

Lo scopo principale è stato l'identificazione della composizione degli *shareholders* per tutte le aziende acquirenti e *target* al fine di definire l'appartenenza al *cluster* di imprese familiari o non familiari.

Questa indagine è stata effettuata manualmente in quanto non c'era evidenza di informazioni specifiche rispetto alla conformazione degli *shareholders* e in quanto doveva essere conforme alla definizione estrapolata dalla letteratura relativa ai *family business*.

Molti autori hanno fornito dei criteri per la classificazione delle imprese considerando la proprietà e il *management* dell'impresa e il passaggio generazionale. Alcuni identificano come azienda familiare un'organizzazione guidata da un obiettivo strategico di un gruppo di familiari nel lungo termine che comporta una gestione sostenibile nel tempo (Chrisman, Chua, and Sharma, 1998). Altri ritengono che tali imprese si caratterizzino da un potere strategico e decisionale che è detenuto dai membri della famiglia che ricoprono anche delle posizioni apicali all'interno dell'organigramma aziendale (Sharma 2004), Gallo e Tapies (1998) offrono una prospettiva che si basa sui diritti di voto, considerando familiari quelle imprese in cui i membri della famiglia detengono la maggioranza dei diritti di voti e assumono ruoli importanti all'interno degli organi direzionali. Astrachan e Shanker (2003), evidenziano come principale discriminante il ruolo dei membri della famiglia nella direzione strategica dell'organizzazione focalizzandosi anche sul coinvolgimento generazionale nei ruoli chiave dell'azienda.

Occorreva però trovare una definizione più analitica che potesse rendere quantificabile e individuabile il campione di riferimento da utilizzare per le analisi statistiche, pertanto, è stato utilizzato il modello proposto da Villalona e Amit (2006) che considera, per l'individuazione dei *family business* il controllo proprietario e la composizione della proprietà, distinguendo le imprese quotate e non quotate:

1. Imprese non quotate: la famiglia detiene più del 50 % del capitale
2. Imprese quotate: la famiglia detiene almeno il 25% delle azioni sul mercato
3. Oppure si definisce familiare se il controllo è esercitato da una struttura legale riconducibile ad una delle due categorie citate precedentemente.

Utilizzando questa classificazione è stato scremato il campione di riferimento, considerando come imprese familiari le aziende con una partecipazione cumulata del 50% se quotata e del 25% se non quotata, si è deciso inoltre, quando la partecipazione era riconducibile ad un unico individuo, di verificare all'interno della cronologia della partecipazione (consultabile dal *database* Orbis) la possibile discendenza familiare.

Infine, si considerano comunque familiari, le imprese con partecipazioni del 25% e del 50%, rispettivamente per le imprese quotate e non quotate, riconducibili però ad un unico individuo della famiglia, ma per diverse generazioni.

Tutte le altre aziende appartenenti al campione (sia acquirenti che *target*) con caratteristiche differenti da quelle precedentemente descritte, sono state considerate non familiari.

Per la ricostruzione delle partecipazioni delle imprese coinvolte nel *deal* il procedimento è stato il seguente:

1. Identificare il *deal* tramite il codice fornito da Orbis M&A;
2. Identificare all'interno del campione, in primo luogo, le aziende con una denominazione sociale riconducibile ad un cognome, tali aziende hanno costituito l'inizio della raccolta, per testare la metodologia e capire se ci fossero abbastanza osservazioni per condurre un'analisi statistica;
3. Osservata la struttura della *ownership* e le relative quote tramite i dati forniti da Orbis M&A nella sezione: "*shareholders structure*";
4. Verificata manualmente, qualora la quota proprietaria fosse posseduta da un'altra azienda, la natura dell'azienda: utilizzando il *database* di Orbis è stata ricostruita la proprietà dell'azienda controllante e sono state fatte le analisi descritte in precedenza;

5. Etichettate le aziende acquirenti e *target*, dei *deals* selezionati, in imprese familiari e imprese non familiari.

Una volta individuate l'operazione, e la natura delle partecipazioni dell'impresa *target* e acquirente, è stata condotta un'analisi per individuare la percentuale dei membri della famiglia all'interno del *board*.

A tal fine, tramite il codice identificativo del *deal* fornito da Orbis M&A è stata in primo luogo identificata l'impresa *target*, e poi tramite il Database di Orbis nella sezione: "*board composition*", è stata calcolata una percentuale del numero di membri della famiglia sul totale dei membri del *board*. I familiari sono stati identificati tramite il cognome, mentre si è deciso di considerare un numero in percentuale in quanto le aziende *target* avevano *board* con numerosità diversa.

Per i dati quantitativi e gli indicatori di *performance* si è utilizzato Orbis M&A che consente di inserire, all'interno dei filtri, dati finanziari pre/post deal.

Di seguito un riepilogo dei dati finanziari ottenuto:

DATO	FONTE
Fatturato (pre-deal)	Orbis M&A
Fatturato (post deal)	Orbis M&A
Ebitda (pre-deal)	Orbis M&A
Ebitda (post-deal)	Orbis M&A
Ebitda margin (pre-deal/post-deal)	Calcolo su dati estrapolati
Total asset (pre-deal)	Orbis M&A
Total asset (post-deal)	Orbis M&A
Operating revenues (pre-deal)	Orbis M&A

Operating revenues (post-deal)	Orbis M&A
Target Profit (pre-deal)	Orbis M&A
Target Profit (post-deal)	Orbis M&A
Roa (pre-deal)	Calcolo su dati estrapolati
Roa (post deal)	Calcolo su dati estrapolati

Tabella 2: "Riepilogo dati finanziari dataset"

Di seguito le formule utilizzate per il calcolo degli indicatori:

$$Ebitda\ Margin = \frac{Ebitda}{Fatturato}$$

$$ROA = \frac{Net\ Income}{Total\ assets}$$

Una volta individuate tutte le imprese familiari e non coinvolte, si è deciso di escludere dal campione i *deals* che avevano come acquirente un fondo d'investimento, in quanto considerati non congrui per l'analisi. Raccolti i dati relativi alle *performance* finanziarie ed economiche e la composizione del *board*, il risultato finale è un campione di 280 operazioni di finanza straordinaria, che sono state ulteriormente scremate per eliminare gli *outliers* che potevano alterare i risultati dell'analisi. Nel capitolo successivo verranno analizzati i dati al fine di rispondere alla domanda di ricerca dell'elaborato e confutare o confermare le ipotesi formulate nel capitolo precedente.

3.2 Descrizione del campione e statistica descrittiva

Al fine di testare empiricamente il nostro modello di ipotesi è stato esportato un *database* di 997 *deals* che coinvolgono imprese familiari e non familiari, con una modalità di acquisizione diretta nel periodo di tempo che va dal 31/12/2012 al 31/12/2022. L'orizzonte temporale scelto è dovuto al basso numero di *deals* in Italia e alla necessità di avere un periodo di tempo sufficiente alla raccolta dei dati contabili necessari per effettuare lo studio. Inoltre, per diminuire la variabilità dei dati sono stati inseriti dei filtri riepilogati nella *Tabella 1* del paragrafo precedente. Per quanto concerne la zona geografica la scelta è stata, come già anticipato, l'Italia; in quanto non ci sono molti studi che si concentrano unicamente sul territorio italiano.

Il campione iniziale è stato pulito eliminando gli *outliers*, focalizzandosi sul settore manifatturiero italiano identificato con la classificazione NAICS 2017 “*manufacturing*”, il risultato è un campione di 199 *deals* comprensivi di aziende familiari e non familiari acquirenti, e aziende familiari e non familiari *target*.

È stato necessario, a questo punto procedere con la classificazione delle aziende, effettuata, con i criteri descritti in precedenza in familiari e non familiari.

Della riclassificazione emerge che il 31% dei *deals* hanno come *target* un'impresa familiare, mentre il 69% dei *deals* hanno come *target* un'impresa non familiare.

Per testare le nostre ipotesi è stato anche necessario raggruppare le aziende acquirenti in familiari e non familiare, al termine dell'analisi risulta che il 26% dei *deals* hanno come acquirente un'azienda familiare, mentre il 74% *deals* che hanno come acquirente un'azienda non familiare.

Per quanto concerne i deals che hanno come target un'impresa familiare il 35% dei *deals* coinvolgono solo imprese familiari e il 65% dei *deals* coinvolge un'impresa familiare *target*, e un'impresa non familiare come acquirente.

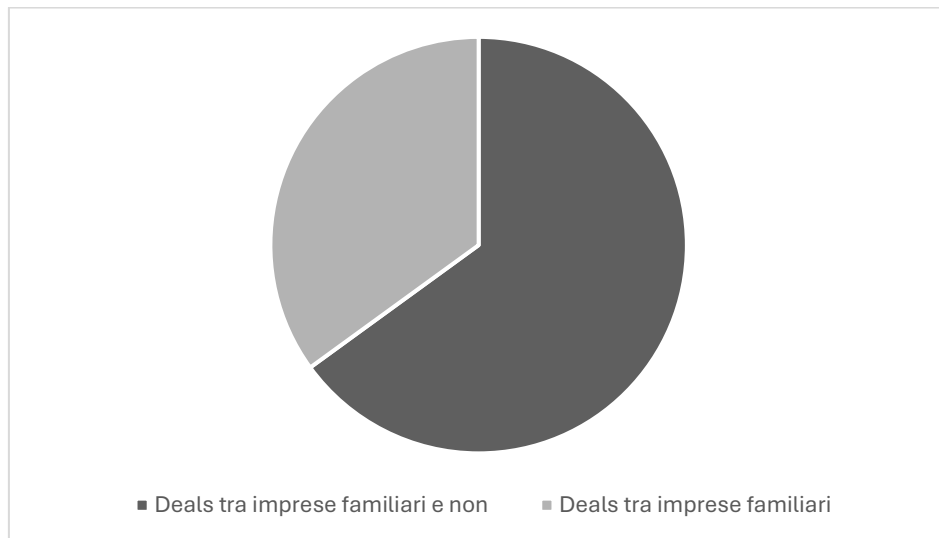


Figure 2: “Suddivisione dei deals tra aziende familiari e deals che comprendono anche aziende non familiari”

Per quanto riguarda la distribuzione dei *deals* all'interno della fascia temporale presa in esame, si riscontra il minor numero di operazioni nel 2020 a causa della crisi pandemica dovuta al Covid-19¹, mentre nel 2021 si ha il picco di operazioni (34), che rappresenta il 17% del campione di riferimento.

¹ https://kpmg.com/it/it/home/insights/2021/06/rapporto-mergers-acquisitions-2020.html?utm_source=chatgpt.com

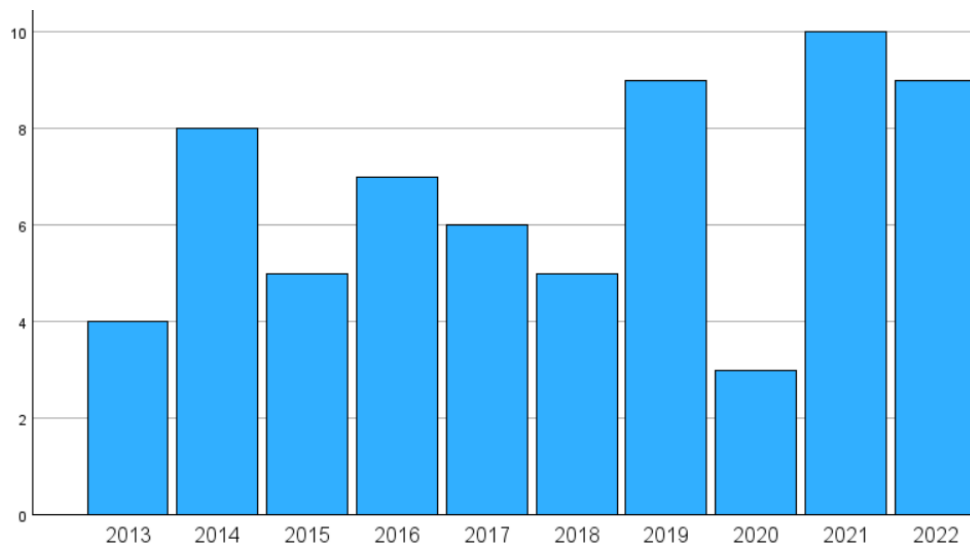


Figure 3: “Distribuzione del completamento dei deals dal 2013 al 2022”

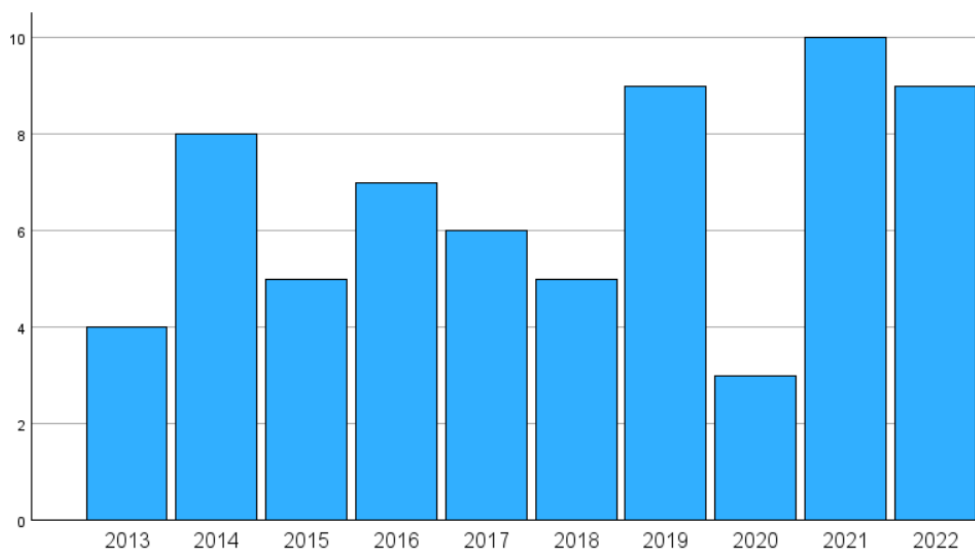


Figure 4: “Distribuzione degli anni in cui si sono completati i deals che coinvolgono imprese target familiari dal 2013 al 2022”

Per quel che concerne la presenza dei membri della famiglia nel *board* delle imprese familiari *target*, abbiamo la percentuale maggiore (27%) di aziende familiari che non

hanno presenza nel *board*, a seguire il 12% ha una percentuale del 20% all'interno del *board* e il 9% una percentuale del 100%.

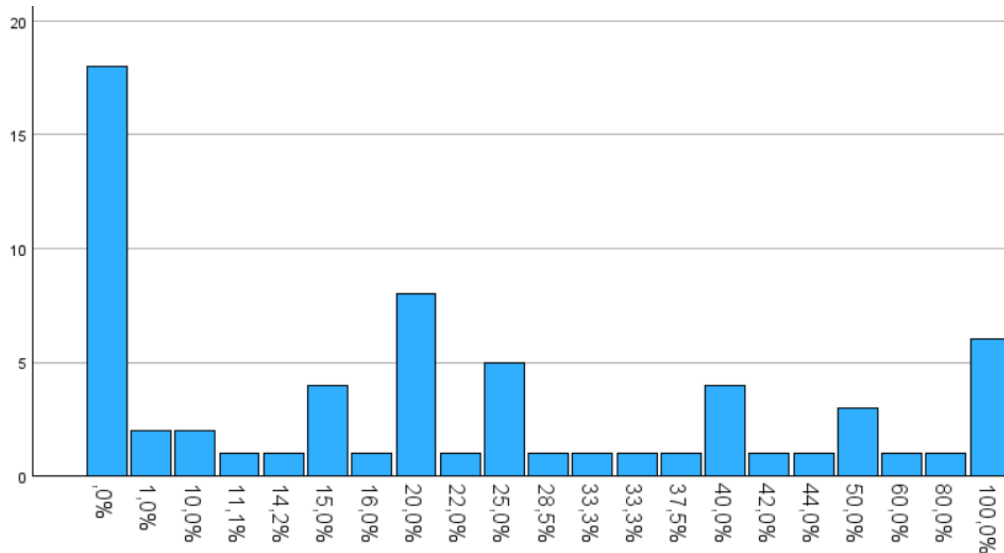


Figure 5: “Distribuzione della board presence nelle imprese familiari target”

Avendo contezza dell’influenza del settore di riferimento nell’analisi statistica, e la possibilità che l’andamento di un settore specifico potesse alterare l’analisi statistica in termini di *performance* delle aziende post acquisizione, si è deciso di focalizzarsi unicamente sul settore NAICS 2017 “*Manufacturing*”, con l’obiettivo di diminuire al minimo questo effetto. Pertanto, i *deals* estrapolati coinvolgono aziende appartenenti allo stesso *cluster* settoriale.

Una volta descritto il campione di riferimento si esporranno nel capitolo successivo i risultati dell’analisi e le conclusioni dell’elaborato.

4. Risultati analisi statistica

4.1 Analisi statistica

Al fine di constatare che le aziende *target* familiari mostrano *performance* post-acquisizione (misurate tramite la variazione del ROA o dell'Ebitda margin) differenti rispetto alle aziende *target* non familiari, a causa della maggiore difficoltà nell'integrazione e della resistenza al cambiamento organizzativo e strutturale, è necessaria un'analisi statistica che verrà effettuata utilizzando il *software SPSS*.

L'analisi si basa su alcune variabili principali (Ebitda margin, tipologia di impresa, anno, *family board involvement*) sulle quali verranno effettuate le analisi per approfondire le ipotesi formulate nel precedente capitolo, qualora i *deals* che hanno come *target* imprese familiari conseguissero delle *performance* post-acquisizione in termini di ROA e Ebitda margin differenti rispetto alle non familiari e tale differenza sia statisticamente significativa si procederà con l'analisi delle due *competing hypothesis*.

Si procederà poi con la seconda ipotesi nella quale si indagherà sulla possibile incidenza della natura dell'impresa acquirente (familiare/non familiare) sulle *performance* delle aziende *post-deal*, nello specifico si verificherà attraverso i dati di *input* a disposizione se i *deals* che coinvolgono aziende familiari come acquirenti e *target*, conseguono risultati inferiori (variazione ROA, variazione Ebitda margin) rispetto ai *deals* che coinvolgono aziende acquirenti non familiari e aziende *target* familiari; qualora ci siano delle differenze statisticamente significative, si considereranno confermate le ipotesi formulate.

Verrà poi testata statisticamente l'ultima ipotesi per capire se la presenza della famiglia nel *board* dell'azienda *target* è correlata negativamente con le *performance* post-deal, a causa di un possibile aumento della rigidità strategica che porta ad un rallentamento del

processo di integrazione. Anche in questo caso qualora le differenze risultino statisticamente rilevanti si considererà confermata l'ipotesi formulata.

4.1.1 Analisi delle variabili

Il processo di analisi è iniziato con l'osservazione degli *input* e con le attività di revisione dei dati che mirano a testare le variabili in modo da verificare la loro congruità con i relativi *test* da utilizzare.

Il primo *step* è stato la ricodifica delle variabili dicotomiche “familiare” e “non familiare” che esprimono la natura sia dell'impresa *target* che acquirente, a tal proposito in linea con gli studi precedenti in materia (Palm et al., 2023), le variabili qualitative nominali dicotomiche sono state ricodificate in variabili “Dummy”, nello specifico la variabile: “Familiare” è stata ricodificata con il numero: “1”, mentre la variabile: “Non familiare” è stata ricodificata con il numero: “0”.

Per condurre l'analisi sulla seconda ipotesi di ricerca, occorreva identificare i *deals* che coinvolgevano solo impresa familiari e quelli che invece includevano imprese non familiari, in questo caso è stata creata una variabile nuova nella quale i *deals* con solo *family business* coinvolti sono stati indicati con il numero: “1”, mentre i *deals* con imprese non familiari coinvolte, sia che si trattasse di impresa acquirente che impresa *target* sono stati indicati con il numero: “0”.

Alla fine del procedimento descritto, il risultato sono delle variabili *dummy*, che esprimono la familiarità o meno delle imprese, tali variabili verranno utilizzate successivamente nelle analisi.

Una volta effettuata la ricodifica, è stata effettuato per le variabili utilizzate nelle analisi uno studio esplorativo che ha avuto come obiettivo la verifica della distribuzione delle variabili che verranno incluse all'interno del modello.

È stato condotto un test Q-Q plots sulla variabile Ebitda Margin e Roa-post acquisizione con l'obiettivo di verificare la Normalità della distribuzione delle variabili, il test effettuato all'inizio mostrava una distribuzione asimmetrica, con una curtosi abbastanza elevata; tuttavia, dopo l'eliminazione degli *outliers* la distribuzione si avvicina molto alla normalità.

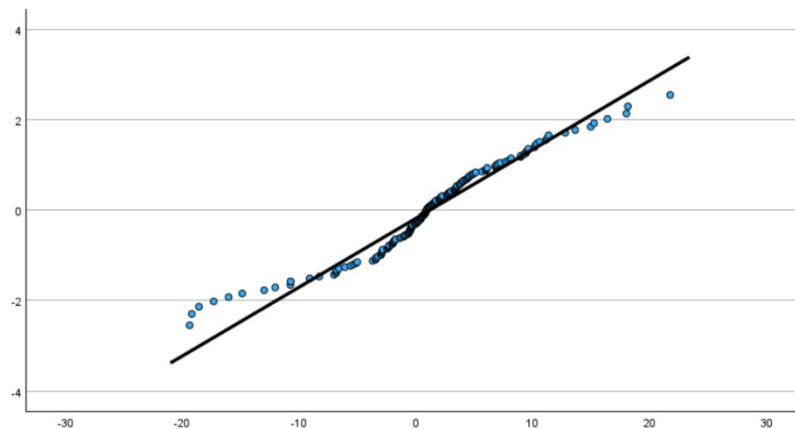


Figure 6: "Q-Q Plots variazione ROA azienda target"

Riepilogo elaborazione casi						
	N	Percentuale	N	Percentuale	N	percentuale
Variazione ROA target	183	100%	0	0%	183	100%
Test di normalità						
	Kolmogorov-Smirnov			Shapiro-Wilk		
	Statistica	gl	Sign.	Statistica	gl	Sign.
Variazione ROA target	0,115	183	<,001	0,949	183	<0,001

Tabella 3: "Riepilogo Test di normalità"

Sebbene i test di normalità indichino una significativa deviazione dalla distribuzione normale per la variabile *Variazione ROA target*, data la numerosità campionaria, la relativa simmetria osservata nell'istogramma, e le variabili di controllo che verranno inserite all'interno dei test statistici si ritiene comunque possibile procedere con ugualmente con test parametrici (Teorema del limite centrale)².

4.2 Risultati dell'analisi

4.2.1 Prima Ipotesi

Con l'obiettivo di indagare sulla prima ipotesi di ricerca: *“H1: Le azienda target familiari registrano performance post-acquisizione differenti rispetto alle aziende target non familiari”*, sono state formulate due *competing hypotheses*:

“H1.a: Le aziende target familiari mostrano performance post-acquisizione superiori rispetto alle aziende target non familiari.”

“H1.b: Le aziende target familiari mostrano performance post-acquisizione inferiori rispetto alle aziende target non familiari”

Al fine di verificare la prima ipotesi, sono stati considerati come indicatori di *performance* coerenti con la letteratura: la variazione del ROA e dell'Ebitda margin.

È stata condotta un'analisi statistica sulla variazione del ROA delle imprese *target* svolgendo in primo luogo, un t-test. Tale test permette di comparare le medie tra due gruppi che nel nostro caso sono la variabile “Familiari” che a seguito della ricodifica è

² Treccani, *Teorema del limite centrale*, disponibile su: [https://www.treccani.it/enciclopedia/limite-centrale-teorema-del_\(Enciclopedia-della-Matematica\)/](https://www.treccani.it/enciclopedia/limite-centrale-teorema-del_(Enciclopedia-della-Matematica)/).

stata trasformata in “1” e non familiare che è stata ricodificata in “0”, al fine di determinare differenze statisticamente significative.

Statistiche gruppo					
	Tipologia impresa target	N	Media	Deviazione std.	Err.std della media
Variazione ROA target	1	55	-2,495%	7,403%	0,998%
	0	127	2,777%	5,481%	0,486%

Tabella 4: “Test a campioni indipendenti”

Il test a campioni indipendenti, mostra che le imprese familiari *target* hanno una media di variazione del ROA negativa che si attesta sul -2,5% con una deviazione standard del 7,4%.

Il gruppo di imprese non familiari invece, presenta una media positiva della variazione del ROA dell’impresa *target* con un valore di 2,78% e una deviazione standard di 5,48%.

I primi risultati mostrano una tendenza nelle imprese non familiari a migliorare in media le *performance* post acquisizione, mentre nelle imprese familiari *target* in media avviene un peggioramento dell’indicatore preso in esame.

Proseguendo con l’analisi si è indagato sulle possibili differenze tra varianze utilizzando il test di Levene che risulta significativo; pertanto, è opportuno guardare i risultati per le varianze disuguali.

La differenza tra le medie è pari a -5,27% con un intervallo di confidenza scelto del 95% che va da -7,48% a -3,06%. Il test di Cohen inoltre indica un effetto grande ($>0,8$) e la correzione di Hedges indica un impatto consistente.

Il test a campioni indipendenti rafforza l’ipotesi che la natura familiare dell’impresa *target* influenza negativamente le *performance post-deal*, probabilmente ciò è dovuto ad una maggiore rigidità strategica e organizzativa e ad una maggiore resistenza al cambiamento.

Nonostante i risultati preliminari, il t-test presenta alcune limitazioni statistiche dovute al fatto che la distribuzione della variabile non risulta perfettamente distribuita come una normale; inoltre, ci potrebbero essere altre variabili che influenzano la variazione del ROA dell'impresa *target*, pertanto occorre isolare il più possibile l'effetto della variabile "impresa *target*" attraverso una regressione lineare multipla OLS (*Ordinary Least Squares*) all'interno della quale verranno inserite diverse variabili di controllo.

Si ricorda, come già esposto nella metodologia, che sono state già considerate in fase di costruzione del *dataset*, la zona geografica (Italia), il settore di riferimento (manifatturiero), il numero dei dipendenti e la modalità dell'operazione (acquisizione diretta); ciò consente di limitare il numero di variabili di controllo da inserire nel modello. Pertanto, la regressione effettuata ha come variabile dipendente la variazione del ROA dell'impresa *target* mentre come variabili indipendenti è stata inserita la percentuale della presenza della famiglia nel *board*, il fatturato, l'anno dell'accordo e la tipologia dell'impresa *target* ricodificata con una *dummy* (1 = impresa familiare, 0 = impresa non familiare).

Equazione del modello

$$\Delta ROA = \beta_0 + \beta_1 \text{Tipologia impresa target} + \beta_2 \text{Family board involvement} + \beta_3 \text{Fatturato} \\ + \beta_4 \text{Data del deal} + \varepsilon_i$$

Variabile dipendente: ΔROA target

Variabile	Coefficiente	Errore std.	T-Stat	P-value
Costante	-103,495	332,46	-0,311	0,756
Tipologia impresa target	-5,33	1,291	-4,128	<0,001 ***
Data del deal	0,053	0,165	0,32	0,749
Family board involvement	0,014	0,029	-0,49	0,625
Fatturato impresa target	-2,767	0	-0,167	0,868
R quadro	0,164			
R quadro adattato	0,144			
Err. Std della stima	6,00%			

Nota: *p<0,1; **p<0,05; ***p<0,01

Tabella 5: "Riepilogo modello di regressione multipla ols"

Il modello mostra un R quadrato pari a 0,164, questo indica che spiega il 16,4% della varianza totale e l'R quadrato adattato mantiene un buon livello di rappresentatività se si considerano i predittori inseriti.

Il test Anova applicato alla regressione lineare multipla (ols), conferma che le variabili indipendenti che sono state inserite all'interno del modello hanno un effetto statisticamente significativo ($p < 0,001$), pertanto il modello si può considerare valido per indagare sull'impatto delle variabili inserite sulle *performance post-deal*.

Dall'analisi dei coefficienti della regressione lineare multipla (ols) emerge che l'unica variabile significativa associata alla variazione del ROA post-acquisizione è la natura dell'impresa *target*, il coefficiente negativo di -5,330 significativo indica che la familiarità dell'impresa *target* comporta una diminuzione media del ROA di circa 5,33 punti percentuali rispetto ad un'impresa non familiare.

Le altre variabili inserite nel modello non risultano significative ai fini della spiegazione della variazione del ROA post acquisizione, ciò conferma che i *deals* che coinvolgono aziende *target* familiari hanno in media *performance* misurate con la variazione del ROA peggiori rispetto alle aziende *target* non familiari a causa di una possibile maggiore difficoltà nel processo decisionale e di integrazione.

Per comprovare la robustezza del modello di regressione stimato è stato verificato che i coefficienti non siano distorti dalla presenza di multicollinearità tra le variabili indipendenti, sono stati calcolati i Fattori di inflazione della varianza (VIF) che risultano ampiamente al di sotto del livello prudenziale di 5, indicando che non esistono problematiche di multicollinearità significative tra le variabili del modello.

Una volta testato il primo indicatore di *performance*, per testare la prima ipotesi si procede analizzando il fenomeno utilizzando la variazione dell'Ebitda Margin.

Al fine di verificare differenza tra le *performance* misurate tramite la variazione dell'Ebitda margin è stato effettuato in primo luogo un t-test. Tale test permette di comparare le medie tra due gruppi che nel nostro caso sono la variabile “Familiari” che a seguito della ricodifica è stata trasformata in “1” e non familiare che è stata ricodificata in “0”, con l'obiettivo di determinare differenze statisticamente significative nella variazione dell'Ebitda margin.

Statistiche gruppo					
	Tipologia impresa target	N	Media	Deviazione std.	Err.std della media
Variazione Ebitda margin	1	51	-2,119%	13,674%	1,914%
	0	103	11,079%	67,120%	6,613%

Tabella 6: "Test a campioni indipendenti"

La tabella mostra le statistiche descrittive relative alla variazione dell'Ebitda Margin per i due gruppi di imprese (familiari e non familiari). Le imprese familiari registrano una variazione media negativa della voce analizzata pari a -2,1188% con una deviazione standard contenuta del 13,67% e un errore standard della media del 1,91%.

Per quanto concerne le imprese non familiari invece, evidenziano una media positiva dell'ebitda margin pari a 11,08% con una deviazione standard elevata: l'errore standard della media è pari a 6,62%.

La prima tabella, pertanto, dimostra una differenza dei gruppi, che verrà approfondita nelle successive analisi di significatività statistica.

Per approfondire le differenze tra i gruppi della variazione dell'EBITDA margin tra le imprese familiari e non familiari è stato effettuato un test t a campioni indipendenti utilizzando una significatività statistica del 10%.

Il test di Levene ($F= 1,169$; $p= 0,281$) indica che non ci sono differenze statisticamente significative tra le varianze dei due gruppi, suggerendo la condizione delle varianze uguali tra i gruppi.

Tuttavia, nel caso delle varianze uguali non presunte, la differenza riscontrata tra le due categorie è pari a circa -13,2% con un p-value bilaterale uguale a 0,058 statisticamente significativo considerando un intervallo di confidenza al 90%.

L'intervallo di confidenza non include lo zero e va da -24,61% a -1,78% rafforzando la validità statistica del modello, che suggerisce una differenza significativa in media tra la

variazione dell'Ebitda margin delle imprese familiari e non familiari, anche se la dimensione dell'effetto rimane contenuta.

È stato effettuato il test di Cohen e Hedges per valutare la rilevanza pratica delle risultanze dei test effettuati sulla variabile: “variazione Ebitda margin” riguardo le differenze tra le imprese *target* familiari e non familiari.

La D di Choen è pari a -0,238 con un intervallo di confidenza al 90% compreso tra -0,520 e 0,045. La correzione di Hedges ha un valore simile di -0,236 mentre il delta di Glass assume un valore leggermente inferiore di -0,197.

I risultati ci suggeriscono una dimensione contenuta, sebbene la differenza sia statisticamente significata al 90%.

Il test a campioni indipendenti rafforza l'ipotesi che la natura familiare dell'impresa *target* influenza negativamente le *performance post-deal*, probabilmente ciò potrebbe essere dovuto ad una maggiore rigidità strategica e organizzativa e ad una maggiore resistenza al cambiamento.

Nonostante i risultati preliminari, il t-test presenta alcune limitazioni statistiche in quanto ci potrebbero essere altre variabili che influenzano la variazione del' Ebitda margin dell'impresa *target*, pertanto occorre isolare il più possibile l'effetto della variabile attraverso una regressione lineare multipla (ols) all'interno della quale, a tal fine, sono state inserite diverse variabili di controllo.

Equazione del modello

$$\Delta EBITDA_Margin = \beta_0 + \beta_1 \text{Tipologia impresa target} + \beta_2 \text{Data del deal} + \beta_3 \text{Family board involvement} + \beta_4 \text{Fatturato impresa target} + \varepsilon_i$$

Variabile dipendente: Δ Ebitda margin

Variabile	Coefficiente	Errore std.	T-Stat	P-value
Costante	1258,677	3332,903	0,378	0,706
Tipologia impresa target	-19,64	12,713	-1,545	0,09 *
Data del deal	-0,614	1,651	-0,372	0,711
Family board involvement	0,081	0,269	0,301	0,764
Fatturato impresa target	-2,567	0	-1,506	0,134
R quadro	0,029			
R quadro adattato	0,003			
Err. Std della stima	55,98%			

Nota: *p<0,1; **p<0,05; ***p<0,01

Tabella 7: "Riepilogo regressione multipla ols"

Il modello mostra un R quadrato pari a 0,029, questo indica che spiega il 2,9% della varianza totale, l'R quadrato aggiustato, tiene conto del numero di predittori, e scende ulteriormente a 0,003 rafforzando l'idea che il modello spiega una quota trascurabile della variabilità.

Dal test Anova emerge che il modello è statisticamente significativo, dall'analisi dei coefficienti si riscontra la significatività al 10% della variabile dummy "Tipologia impresa target" coerentemente con le analisi precedenti.

Al fine di verificare la robustezza del modello sono stati calcolati i valori dei VIF delle variabili, che risultano ampiamente al di sotto della soglia critica.

Si può concludere affermando che la regressione lineare multipla (ols) costruita è statisticamente significativa è sufficiente per trarre delle conclusioni positive; tuttavia,

potrebbero esserci ulteriori fattori che non sono stati considerati e inclusi nel modello che potrebbero incidere sulle *performance* aziendali post-operazione.

Per quanto riguarda lo studio effettuato sulla variazione dell'Ebitda margin, le analisi descrittive e il t-test suggeriscano una differenza negativa della variazione dell'ebitda margin tra le imprese *target* familiari e non familiari, tale differenza sono confermate dalla regressione multipla e dall'analisi multivariata.

4.2.2 Seconda ipotesi

“H2: La natura dell'impresa acquirente e target (familiare/non familiare) può avere un impatto sulle performance delle aziende post-deal, nello specifico i deals che coinvolgono aziende familiari come acquirenti e target, conseguono risultati inferiori rispetto ai deals che coinvolgono aziende acquirenti non familiari”

Al fine di testare la seconda ipotesi di ricerca sono stati utilizzati come indicatori la variazione del ROA e la variazione dell'Ebitda margin.

In primo luogo, è stata condotta un'analisi statistica sulla variazione del ROA delle imprese *target* svolgendo un t-test che permette di comparare le medie tra due gruppi. Nel caso specifico è stata creata una nuova variabile tenendo in considerazione la natura dell'impresa acquirente e la natura dell'impresa *target*.

La nuova variabile assume un valore di 1 quando sia l'impresa acquirente che *target* all'interno del *deal* sono familiari, mentre ha un valore di 0 quando almeno una tra le due imprese, non è familiare. Proseguendo in questo modo, si ha 1 quando il *deal* avviene tra due imprese familiari, mentre si ha 0 quando il *deal* si verifica tra un'impresa familiare e una non familiare.

Statistiche gruppo					
	Tipologia del deal	N	Media	Deviazione std.	Err.std della media
Variazione ROA target	1	22	-9,595%	20,140%	4,294%
	0	43	-2,589%	7,644%	1,165%

Tabella 8: "Test a campioni indipendenti"

La tabella mostra le statistiche relative alla variazione del ROA per i due gruppi distinti di *deals*: (1: *deals* tra imprese familiari, 0: *deals* tra impresa familiare e non familiare).

Le operazioni che coinvolgono solo imprese familiari mostrano una variazione del ROA negativa pari a -9,59% con una deviazione standard elevata del 20,14%, mentre per quanto riguarda le operazioni tra imprese familiari e non familiari evidenziano una variazione media anch'essa negativa pari a -2,589%, e una deviazione standard inferiore pari a 7,64%

Il test di Levene, una differenza significativa tra le varianze; pertanto, si considereranno i risultati che riguardano: "varianze uguali non presunte".

La differenza media è di -7,006% con un intervallo di confidenza del 95% che va dal -13% a -0,09%, non essendo lo zero compreso all'interno dell'intervallo, si conferma la significatività del modello.

I risultati suggeriscono che i *deals* che coinvolgono imprese familiari (acquirente e *target*) tendono, in media, a registrare *performance* misurata tramite la variazione del ROA, significativamente inferiori rispetto ai *deals* che hanno una differente natura dell'impresa (familiare e non familiare).

Il valore della D di Choen è pari a -0,531, indicando una dimensione moderata dell'effetto, e il valore della correzione di Hedges conferma il dato.

Il delta di Glass evidenzia un effetto più marcato che si colloca tra moderato e forte.

Nonostante i risultati preliminari, il t-test presenta alcune limitazioni statistiche in quanto ci potrebbero essere altre variabili che influenzano la variazione del ROA dell'impresa *target*, pertanto occorre isolare il più possibile l'effetto della variabile attraverso una regressione lineare multipla (ols) all'interno della quale, a tal fine, sono state inserite diverse variabili di controllo.

Equazione del modello

$$\Delta ROA = \beta_0 + \beta_1 \text{Tipologia del deal} + \beta_2 \text{Family board involvement} + \beta_3 \text{Fatturato} + \beta_4$$

Data del deal + ϵ_i

Variabile dipendente: ΔROA target

Variabile	Coefficiente	Errore std.	T-Stat	P-value
Costante	-1254,063	1268,576	-0,989	0,327
Tipologia del deal	-7,975	3,809	-2,094	0,041 **
Data del deal	0,618	0,629	0,983	0,33
Family board involvement	0,037	0,059	0,631	0,53
Fatturato impresa target	-2,457	0	1,194	0,237
R quadro	0,123			
R quadro adattato	0,064			
Err. Std della stima	13,16%			

Nota: *p<0,1; **p<0,05; ***p<0,01

Tabella 9: "Riepilogo regressione multipla ols"

La tabella mostra il riepilogo del modello di regressione lineare multipla (ols) nel quale sono stati inseriti come predittori altre variabili: anno dell'operazione, fatturato, percentuale della famiglia nel *board*, la tipologia di *deal* (impresa familiare sia acquirente

che *target*, oppure familiare e non familiare). Il modello riesce a spiegare circa il 12,3% della varianza totale della variabile dipendente.

La tabella dei coefficienti della regressione multipla (ols) mostra l'effetto delle variabili indipendenti sulla variazione del ROA dell'impresa *target* all'interno del modello di regressione. Tra i predittori inseriti, l'unico significativo ad un livello del 5% è la variabile *dummy* creata come precedentemente descritto, che rappresenta con 1 i *deals* che coinvolgono lato acquirente e *target* imprese familiari e con 0 i *deals* che coinvolgono sia imprese familiari che non familiari.

Il coefficiente è di -7,975 e la p è pari a 0,041, questo suggerisce che a parità delle altre condizioni i *deals* tra imprese familiari registrano in media una variazione del ROA post operazione inferiore rispetto alle operazioni tra imprese familiari e non familiari.

I risultati ottenuti confermano che i *deals* tra imprese familiari hanno nel complesso variazioni di ROA peggiori rispetto all'altra categoria.

Al fine di verificare la robustezza del modello sono stati calcolati i valori dei VIF delle variabili, che risultano ampiamente al di sotto della soglia critica.

Il risultato finale potrebbe essere dovuto al presentarsi di specifiche criticità di integrazione legate per esempio alla cultura organizzativa, alla *governance* o ad altri fattori che incidono negativamente sulle *performance* misurate con questo indicatore specifico.

Una volta testato il primo indicatore di *performance*, al fine di testare la seconda ipotesi si procede analizzando il fenomeno utilizzando come indicatore la variazione dell'Ebitda Margin.

Per verificare differenza tra le *performance* misurate tramite la variazione dell'Ebitda margin è stato effettuato in primo luogo un t-test che permette di comparare le medie tra

due gruppi utilizzando come variabile *dummy* la stessa utilizzata precedentemente per lo studio sulla variazione del ROA.

Dal punto di vista delle statistiche descrittive, i *deals* tra imprese familiari mostrano una variazione media positiva dell'Ebitda margin pari a +0,08%, con una deviazione standard del 17,85%, mentre i *deals* tra imprese familiari e non familiari, mostrano una media negativa di -3,88% con una deviazione standard inferiore (11,09%).

Il test di Levene indica che le varianze possono essere considerate uguali ad un livello di confidenza del 5%.

Il t-test con varianze uguali non presunte evidenza una differenza media tra i due gruppi pari a +3,96% non significativa, inoltre l'intervallo di confidenza include lo zero, confermando l'assenza di significatività statistica.

In conclusione, l'analisi non rileva differenze statisticamente significative nella variazione dell'Ebitda margin tra i gruppi precedentemente definiti.

Nonostante i risultati preliminari non evidenziano differenze significative tra i due gruppi per coerenza metodologica si è scelto di effettuare anche una regressione lineare multipla (ols).

Il t-test presenta alcune limitazioni statistiche in quanto ci potrebbero essere altre variabili che influenzano la variazione del' ebitda margin dell'impresa *target*; pertanto, occorre isolare il più possibile l'effetto della variabile attraverso una regressione lineare multipla (ols) all'interno della quale, a tal fine, sono state inserite diverse variabili di controllo.

Equazione del modello

$$\Delta EBITDA_Margin = \beta_0 + \beta_1 Tipologia\ del\ deal + \beta_2 Data\ del\ deal + \beta_3 Family\ board\ involvement + \beta_4 Fatturato\ impresa\ target + \epsilon_i$$

Variabile dipendente: Δ Ebitda margin

Variabile	Coefficiente	Errore std.	T-Stat	P-value
Costante	-1410,404	1476,484	-0,955	0,344
Tipologia del deal	1,491	4,352	0,343	0,733
Data del deal	0,615	0,732	0,953	0,345
Family board involvement	0,025	0,071	0,353	0,726
Fatturato impresa target	-8,216	0	-0,589	0,558
R quadro	0,039			
R quadro adattato	-0,035			
Err. Std della stima	14,21%			

Nota: *p<0,1; **p<0,05; ***p<0,01

Tabella 10: "Riepilogo regressione multipla ols"

Dalle tabelle riepilogative emerge un R-quadrato pari allo 0,039. Indicando che solo il 3,9% della varianza totale viene spiegata dalle variabili indipendenti e anche l'R quadro aggiustato dimostra una scarsa adeguatezza del modello.

Il test Anova conferma la non significatività del modello e dalla tabella dei coefficienti risulta che nessuna variabile inclusa nel modello ha un impatto significativo sulla variazione dell'Ebitda margin.

I risultati ottenuti non mostrano *performance* inferiori (misurate con la variazione dell'Ebitda margin) rispetto all'altra tipologia di *deals* esaminata.

Inoltre, l'assenza di significatività del modello suggerisce che non vi siano evidenze sufficienti per confermare delle differenze.

4.2.3 Terza ipotesi

“H3: La presenza della famiglia nel Consiglio di amministrazione dell’azienda target è correlata negativamente con le performance post-deal”

Al fine di indagare su una possibile correlazione negativa tra la presenza della famiglia nel *board* dell’impresa *target* e le *performance post-deal* misurate tramite i due indicatori principali individuati dalla letteratura: Variazione del ROA e Variazione Ebitda margin; si è scelto di procedere attraverso un’analisi statistica che mira in primo luogo a verificare una possibile correlazione tra le variabili, tramite un’analisi di correlazione di Pearson e in secondo luogo indagare tramite una regressione lineare multipla (qualora la relazione fosse lineare) sull’effetto che ha la variabile indipendente (*BoardFamilyPresence*) sulle variabili dipendenti considerate.

Il primo test effettuato è l’analisi di correlazione di Pearson tra la variabile: “variazione Ebitda margin” e “*BoardFamilyPresence*”.

Correlazioni			
		Variazione Ebitda margin	Board family presence
Variazione Ebitda margin	Correlazione di Pearson	1	0,066
	Sign.(a due code)		0,627
	N	59	57
Board family presence	Correlazione di Pearson	0,066	1
	Sign.(a due code)	0,627	
	N	57	62

Tabella 11: "Analisi di correlazione di Pearson"

L’analisi di correlazione di Pearson non evidenzia alcuna relazione statisticamente significativa. Il coefficiente di correlazione è molto vicino allo zero, suggerendo una relazione molto debole tra le variabili.

Il valore di significatività ($p = 0,627$) conferma che non ci sono evidenze statistiche a supporto di un eventuale relazione lineare tra le due dimensioni.

Alla luce di questo risultato non si ritiene opportuno procedere con ulteriori analisi statistiche.

Una volta aver determinato la mancata correlazione lineare tra le due voci, si è deciso di testare tramite l'analisi di correlazione di Pearson anche la variabile: "variazione ebitda margin" per rendere l'analisi completa e in linea con le ipotesi precedenti

Correlazioni			
Board family presence		Board family presence	Variazione ROA target
	Correlazione di Pearson	1	0,161
	Sign.(a due code)		0,213
	N	62	62
Variazione ROA target	Correlazione di Pearson	0,161	1
	Sign.(a due code)	0,213	
	N	62	63

Tabella 12: "Analisi di correlazione di Pearson"

L'analisi di correlazione di Pearson tra la presenza familiare nel *board* dell'impresa *target* e la variazione del ROA *post-deal* mostra un coefficiente di 0,161, con $p=0,213$.

Il coefficiente suggerisce una debole tendenza, secondo cui una maggiore presenza familiare all'interno del *board* potrebbe essere associata ad un incremento della variazione del ROA post acquisizione.

Tale relazione non è significativa, pertanto non si può confermare la sua validità statistica.

Dalle due analisi, emerge che la presenza familiare all'interno del *board* dell'impresa *target* non incide significativamente sulle *performance post-deal*, pertanto la terza ipotesi non è confermata.

5. Discussione dei risultati

5.1 Interpretazione dei risultati principali.

Le analisi statistiche del capitolo precedente hanno consentito di testare le tre ipotesi formulate, mettendo in evidenza alcune dinamiche rilevanti nel contenuto delle acquisizioni che coinvolgono aziende familiari.

Nello specifico per quanto riguarda la prima ipotesi di ricerca, le evidenze confermano che le aziende *target* familiari tendono a mostrare delle *performance post-deal* differenti rispetto a quelle non familiari, in particolare si avvalora l'ipotesi H1.b secondo la quale le imprese familiari *target* conseguono risultati inferiori, soprattutto se si prende come riferimento la variazione del ROA, che risulta significativamente inferiore (con un p-value di 0.014 e una correlazione negativa nella regressione). Per quel che concerne la variazione dell'EBITDA margin, si registra una significatività al 10%, e una tendenza anche in questo caso negativa per le imprese *target* familiari rispetto alle non familiari. Questo suggerisce che le imprese familiari, nel ruolo di *target* possono riscontrare difficoltà nei processi di adattamento post-acquisizione, probabilmente a causa di una maggiore rigidità strategica e culturale.

Per la seconda ipotesi di ricerca, dall'analisi statistica, è stato riscontrato che i *deals* in cui sia l'impresa *target* che l'acquirente sono imprese familiari, mostrano *performance* post-acquisizione inferiori rispetto ai *deals* misti (che coinvolgono sia imprese familiari che non familiari). Il valore medio della variazione del ROA è inferiore in questa fattispecie, e anche la variazione dell'Ebitda margin presenta un andamento coerente, sebbene i risultati nel secondo caso non siano statisticamente significativi. I risultati supportano l'idea che, in presenza di due imprese familiari, l'integrazione possa risultare particolarmente complessa, probabilmente a causa di culture identitarie e radicate che

rendono più difficile l'armonizzazione strategica e organizzativa causando, talvolta, duplicazione dei ruoli e rigidità organizzativa.

La terza ipotesi ricerca, relativa all'incidenza della presenza dei membri familiari nel *board* dell'impresa *target* sulla riuscita del *deal*, non ha trovato conferme dall'analisi empirica, in quanto non si evidenzia una correlazione significativa tra la numerosità dei familiari nel CdA e le *performance post-deal*, sia in termini di variazione del ROA che di Ebitda margin. Tale riscontro potrebbe essere dovuto alla limitata varianza o al fatto che la presenza formale in consiglio non corrisponde necessariamente ad un'influenza strategica effettiva nel processo post-acquisizione.

5.2 Confronto con la letteratura esistente

I risultati ottenuti risultano coerenti con lo studio della letteratura ed offrono degli spunti interessanti che arricchiscono il dibattito sui *family business* e le operazioni di acquisizione. La conferma della prima ipotesi è coerente con quanto sostenuto dagli studi di Berrone et al. (2012) e Zellweger et al. (2013), secondo i quali le imprese familiari perseguono obiettivi non solo economici, ma legati anche alla SEW (Socioemotional Wealth), mostrando una resistenza ai cambiamenti organizzativi post-acquisizione penalizzando le *performance* del *deal* nel breve periodo.

La seconda ipotesi trova riscontro nello studio di Gleason et al. (2014), secondo cui i *deals* tra due imprese familiari generano rendimenti negativi nel lungo periodo, a causa di difficoltà legate alla *governance* e alla sovrapposizione degli interessi delle due famiglie. Bettinazzi et al. (2018) sottolineano come nella scelta dell'impresa *target* si tenda a individuare aziende con caratteristiche simili; tuttavia, ciò non determina automaticamente una maggiore coerenza culturale, ma può anche nascondere un

potenziale conflitto di *leadership*. In aggiunta ad avvalorare i risultati della seconda ipotesi c'è lo studio di Verbeke, Yuan e Kano (2020) riguardo la manifestazione del *bifurcation bias* all'interno delle imprese familiari. Il *bifurcation bias* rappresenta una forma di suddivisione delle risorse in due categorie: le risorse considerate “di famiglia” e quelle “non familiari”. Le prime vengono percepite come uniche, e preziose, mentre le seconde come imitabili e fungibili. Tale suddivisione non trova un riscontro razionale e può portare a decisioni inefficienti, soprattutto quando si tratta di processi complessi come un'integrazione post acquisizione. L'effetto è amplificato quando ci sono due imprese familiari coinvolte, riducendo le sinergie ottenibili, gravando sui costi dell'integrazione e causando dei conflitti di interesse.

La terza ipotesi non trova conferma dalle evidenze empiriche, in contraddizione con gli studi di Minichilli et al. (2010), che identificano una relazione negativa tra la numerosità della presenza dei familiari nel *board*, la flessibilità strategica e le *performance* aziendali. Questo scostamento potrebbe essere spiegato dalla natura del campione e dal fatto che il ruolo dei familiari nel CdA, possa, talvolta, essere più simbolico che operativo.

5.3 Implicazioni teoriche

Dal punto di vista teorico, il lavoro di tesi mira ad arricchire la letteratura sul tema delle acquisizioni e *family business* introducendo una prospettiva non molto esplorata: quella dell'impresa *target*. Mentre nella maggior parte dei *Paper* accademici il *focus* è sull'impresa acquirente, questo studio mira a dimostrare che la natura familiare della *target* influenza significativamente le *performance* post-acquisizione.

Inoltre, il risultato relativo ai *deals* che coinvolgono solo aziende familiari rafforza il concetto di SEW, che se radicata nelle imprese coinvolte nell'operazione, può ostacolare

l'effettiva collaborazione e integrazione *post-deal*, introducendo una variabile relazionale e psicologica poco considerata nei modelli di valutazione delle acquisizioni.

Infine, il mancato effetto della presenza familiare nella *governance* può spingere la letteratura a interrogarsi su quanto realmente conti la partecipazione al CdA nel processo decisionale delle imprese.

5.4 Implicazioni manageriali

Dal punto di vista delle implicazioni manageriali appare evidente la necessità di predisporre, da parte dell'impresa acquirente, strategie differenziate quando l'azienda *target* è un'impresa familiare. Risulta fondamentale la predisposizione di un piano di integrazione che tenga conto della cultura aziendale, dei valori familiari e della possibile resistenza al cambiamento. Gli strumenti ed i meccanismi classici andrebbero affiancati da una valutazione culturale e relazionale, che mira a ridurre i rischi legati a conflitti strategici e valoriali definendo in modo chiaro i ruoli e i meccanismi decisionali.

Nei *deals* che coinvolgono solo imprese familiari, la cautela deve essere ancora maggiore nella definizione dei ruoli post-acquisizione, nei meccanismi di decisione condivisa e, ove possibile, nella riduzione della duplicità dei ruoli e di *leadership*. Il processo dovrebbe pertanto, richiedere l'ausilio di figure esterne che riescano a mediare tra le due aziende, favorendo la collaborazione senza compromettere l'identità di entrambe le parti coinvolte.

Infine, la presenza della famiglia nel *board* dell'azienda *target*, sebbene non sia correlata direttamente alle *performance* dovrebbe essere gestita attraverso regole di *governance* trasparenti e condivise, che mirano a chiarire obiettivi, poteri decisionali ed eventuali possibilità di *exit*.

5.5 Limiti dell'analisi e spunti per nuove ricerche

In linea con ogni ricerca empirica, lo studio presenta alcune limitazioni. In primo luogo, il campione è limitato alle aziende del settore manifatturiero italiano, e nello specifico alle aziende considerate PMI, pertanto, la generalizzazione del risultato ad altri settori o altri contesti nazionali non è corretta. In secondo luogo, l'analisi è stata basata su dati quantitativi che non considerano dimensioni qualitative importanti che posso influenzare l'attendibilità dei risultati, sebbene ci sia stato uno sforzo nell'isolare l'effetto delle variabili scelte, resta la possibilità che ci siano altre variabili non incluse nel modello statistico che influenzano i risultati.

Un ulteriore limite riguarda la costruzione del campione statistico, ed in particolare la misurazione della partecipazione al *board* da parte dei membri della famiglia. Il limite risiede nella ricostruzione manuale del dato, che nonostante l'utilizzo di *Database* attendibili come Orbis, non permette un'attendibilità equiparabile agli altri dati presenti nello studio. Inoltre, la numerosità dei membri del *board* potrebbe non riflettere adeguatamente il loro reale potere decisionale e la loro influenza.

Per il futuro, sarebbe utile integrare lo studio con metodologie qualitative per analizzare in profondità le variabili culturali e relazionali. Inoltre, occorre ampliare il *focus* ad altri paesi e settori, così da offrire un confronto e rafforzare la validità delle ipotesi formulate. Infine, potrebbe essere interessante approfondire l'incidenza e il ruolo di potenziali *advisors* esterni nel facilitare i processi di integrazione.

6. Conclusioni

Il lavoro ha voluto approfondire il ruolo delle imprese familiari all'interno delle operazioni di acquisizione, concentrandosi in particolare sulle *performance* dell'impresa *post-deal*, un ambito ancora poco esplorato dalla letteratura accademica. Partendo da una base accademica e da un'analisi empirica su un campione di aziende italiane operanti nel settore manifatturiero, sono state formulate tre ipotesi di ricerca con l'obiettivo di indagare sull'influenza della natura familiare dell'impresa sulla riuscita economico-finanziaria delle acquisizioni.

I risultati confermano la prima ipotesi e parzialmente la seconda: le aziende familiari tendono a registrare *performance* inferiori rispetto a quelle non familiari, soprattutto in termini di variazione del ROA, evidenziando possibili difficoltà nel processo di integrazione. Inoltre, i *deals* che coinvolgono solo imprese familiari, invece di favorire le sinergie grazie ad una presunta compatibilità culturale e orientamento a lungo termine, sembrano incontrare ostacoli legati alla maggiore rigidità strategica, duplicazione dei ruoli e resistenza al cambiamento, suggerendo che un'eccessiva similarità nei modelli di *governance* possa diventare un fattore negativo più che un punto di forza.

Al contrario non sono emersi risultati statisticamente significativi sull'impatto della presenza dei membri della famiglia nel *board*, ciò indica che la sola rappresentanza formale potrebbe non essere sufficiente a determinare un'influenza effettiva della *performance* post-acquisizione.

Dal punto di vista teorico l'adozione della prospettiva dell'impresa *target* consente di arricchire il dibattito accademico, ponendo attenzione sulla necessità di studiare l'integrazione non unicamente dal lato dell'impresa acquirente, ma analizzando i fattori culturali e organizzativi che caratterizzano l'impresa acquisita. La dimensione culturale e

la SEW si confermano centrali nella comprensione delle dinamiche delle aziende familiari, soprattutto in momenti specifici di discontinuità aziendale.

Le implicazioni manageriali sottolineano l'importanza di una *due diligence* culturale, oltre che finanziaria, e la necessità per l'impresa acquirente di adottare strategie di integrazione su misura, che tengano conto delle caratteristiche identitarie dell'impresa *target*. Il lavoro evidenzia la necessità di ulteriori ricerche, soprattutto di natura qualitativa che possano indagare più a fondo sulle dinamiche interne delle aziende familiari nel contesto *post-deal*. L'obiettivo è promuovere approcci più consapevoli e integrati capaci di valorizzare le specificità delle imprese familiari trasformandole in fattori di successo nel lungo termine.

Bibliografia

- Ahmad, S., Omar, R. & Quoquab, F. (2020). Family firms' sustainable longevity: The role of family involvement in business and innovation capability. *Journal of Family Business Management*, 11 (1), 86 – 106.
- Aktas, N., Centineo S., & Croci E.- (2016). Value of Control in Family Firms: Evidence from Mergers and Acquisitions. *Multinational Finance Journal*, 20 (2):, 85–126.
- Amore, M.D, Failla, V. & Garofalo, O. (2019). Family firms and M&A: The effect of managerial overconfidence. *Journal of Family Business Strategy*, 10 (3), 100252
- Angwin, D. (2012). Merger and acquisition typologies: A review. *Journal of Management*, 32(2), 40–70.
- Arregle, J.-L., Calabrò, A., Hitt, M. A., Kano, L., & Schwens, C. (2024). Family business and international business: Breaking silos and establishing a rigorous way forward. *Journal of World Business*, 59, 101532.
- Bettinazzi, E. L. M., Miller, D., Amore, M. D., & Corbetta, G. (2018). When do family firms acquire other family firms? *Academy of Management Proceedings*, 2018(1), 15038.
- Bettinazzi, E. L. M., Miller, D., Amore, M. D., & Corbetta, G. (2018). Ownership similarity in M&A target selection. *Università della Svizzera Italiana, HEC Montréal, Università Bocconi*.
- Bierl, P., & Kammerlander, N. (2019). Family equity as a transgenerational mechanism for entrepreneurial families. *Journal of Family Business Management*, 32(1), 37–45.
- Boschma, R., Marrocu, E., & Paci, R. (2016). Symmetric and asymmetric effects of proximities: The case of M&A deals in Italy. *Journal of Economic Geography*, 16(2), 505–535.

- Candra, A., Priyarsono, D., Zulbainarni, N., & Sembel, R. (2021). Merger and acquisition: Theories and previous studies. *Studies of Applied Economics*, 39(4), 189–212.
- Caprio, L., Croci, E., & Del Giudice, A. (2011). Ownership structure, family control, and acquisition decisions. *Journal of Corporate Finance*, 17(6), 1636–1657.
- Carney, M. (2005). Corporate governance and competitive advantage in family-controlled firms. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 29(3), 249–265.
- Casillas, J. C., Moreno, A. M., & Barbero, J. L. (2010). A configurational approach of the relationship between entrepreneurial orientation and growth of family firms. *Family Business Review*, 23(1), 27–44.
- Cennamo, C., Berrone, P., Cruz, C., & Gómez-Mejía, L. R. (2012). Socioemotional wealth and proactive stakeholder engagement: Why family-controlled firms care more about their stakeholders. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 36(6), 1153–1173.
- Chirico, F., & Salvato, C. (2018). Knowledge integration in family firms and nonfamily firms: A study of Italian acquisitions. *Journal of Family Business Strategy*, 9(3), 195–212.
- Chirico, F., Gómez-Mejía, L., Hellerstedt, K., Withers, M., & Nordqvist, M. (2019). To merge, sell, or liquidate? Socioemotional wealth, family control, and the choice of business exit. *Journal of Management*, 46(8), 1342–1379.
- Chirico, F., & Dawson, R. D. (2013). Exit strategies in family firms: How socioemotional wealth drives the threshold of performance. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 37(6), 1297–1318.

- Chrisman, J., & Chua, J. (2004). Comparing the agency cost of family and nonfamily firms: Conceptual issues and exploratory evidence. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 28(1), 335–354.
- Chrisman, J., Chua, J., Pearson, A., & Barnett, T. (2010). Family involvement, family influence, and family-centered non-economic goals in small firms. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 36(3), 267–293.
- Chrisman, J. J., Chua, J., Steier, L. P., Wright, M., & D’Lisa, N. M. (2012). An agency theoretic analysis of value creation through management buy-outs of family firms. *Journal of Family Business Strategy*, 3(4), 197–206.
- Chrisman, J. J., Sharma, P., & Chua, J. (2013). The influence of family goals, governance, and resources on firm outcomes. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 37(6), 1249–1261.
- Chrisman, J. J., Chua, J. H., & Steier, L. P. (2011). Resilience of family firms: An introduction. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 35(6), 1107–1119.
- Chua, J., Chrisman, J., Steier, L., & Rau, S. (2012). Sources of heterogeneity in family firms: An introduction. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 36(6), 1103–1113.
- Clinton, E., Ahmed, F. U., Lyons, R., & O’Gorman, C. (2024). The drivers of family business succession intentions of daughters and the moderating effects of national gender inequality. *Journal of Business Research*, 184, 114876.
- Corbetta, G., & Salvato, A. C. (2004). The board of directors in family firms: One size fits all? *Family Business Review*, 17(2), 119–134.
- Cruz, C., & Nordqvist, M. (2011). Entrepreneurial orientation in family firms: A generational perspective. *Small Business Economics*, 38(1), 33–49.

- Cruz, C. (2016). A theoretical model of strategic management of family firms: A dynamic capabilities approach. *Journal of Family Business Strategy*, 7(2), 149–159.
- Fletcher, D., Melin, L., & Gimeno, A. (2012). Culture and values in family business: A review and suggestions for future research. *Journal of Family Business Strategy*, 3(3), 127–131.
- Dalpiaz, E., Tracey, P., & Phillips, N. (2014). Succession narratives in family business: The case of Alessi. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 38(6), 1375–1394.
- Daspit, J. J., Chrisman, J. J., Ashton, T., & Evangelopoulos, N. (2021). Family firm heterogeneity: A definition of common themes, scholarly progress, and directions forward. *Family Business Review*, 34(3), 296–322.
- Davis, J. H., Schoorman, F. D., & Donaldson, L. (1997). Toward a stewardship theory of management. *Academy of Management Review*, 22(1), 20–47.
- Dawson, A. (2009). Private equity investment decisions in family firms: The role of human resources and agency costs. *Journal of Business Venturing*, 26(2), 189–199.
- De Massis, A., Kotlar, J., & Manelli, L. (2021). Family firm, family boundary organizations, and the family-related organizational ecosystem. *Family Business Review*, 34(4), 350–364.
- De Massis, A., Kotlar, J., Campopiano, G., & Cassia, L. (2014). The impact of family involvement on SMEs' performance: *Theory and evidence*. *Journal of Small Business Management*, 53(4), 924–948.
- Debicki, B. J., Matherne III, C.F., Kellermanns, F.W. & Chrisman, J.J. (2017). Family Business and M&A activity: An examination of the influence of family ownership status. *Journal of Family Business Strategy*, 8 (2), 87 – 99.

- Del Rosario Maldonado Mera, B., & Manzano-Molina, D. (2022). Succession factors in family business. *Journal of Family Business Management*, 7(2), 373–385.
- Eaton, G. W., Guo, F., Liu, T., & Officer, M. S. (2021). Peer selection and valuation in mergers and acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 146(1), 230–255.
- Eddleston, K., & Powell, G. (2012). Nurturing entrepreneurs' work–family balance: A gendered perspective. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 36(1), 513–541.
- Eddleston, K., & Kellermanns, F. (2007). Destructive and productive family relationships: A stewardship theory perspective. *Journal of Business Venturing*, 22(1), 545–565.
- Eddleston, K., Kellermanns, F., & Zellweger, T. (2010). Exploring the entrepreneurial behaviour of family firms: Does the stewardship perspective explain differences? *Entrepreneurship Theory and Practice*, 36(3), 347–367.
- Eugster, N., & Isakov, D. (2019). Founding family ownership, stock market returns, and agency problems. *Journal of Banking & Finance*, 17(4), 107–135.
- Dana, L.-P., & Ramadani, V. (2015). Family businesses in transition economies: Management, succession and internalization. Springer International Publishing Switzerland.
- Feldman, E. R., Amit, R., & Villalonga, B. (2016). Corporate divestitures and family control. *Strategic Management Journal*, 37(3), 429–446.
- Feldman, E. R., Amit, R., & Villalonga, B. (2019). Family firms and the stock market performance of acquisitions and divestitures. *Strategic Management Journal*, 40(5), 757–780.
- Feldman E. R., Kleiman R. & Bazaz M. S. (1994). Do investor relations make the difference? *Review of Economics and Finance*, 34 (4), 403 – 412.

- Frank, H., Lueger, M., Nosé, L., & Suchy, D. (2010). The concept of “familiness”: Literature review and systems theory-based reflections. *Journal of Family Business Strategy*, 1(3), 119–130.
- Franks, J., Mayer, C., Volpin, P., & Wagner, H. F. (2012). The life cycle of family ownership: International evidence. *Review of Finance*, 25(6), 1675–1712.
- García-Castro, R., & Aguilera, R. V. (2014). Family involvement in business and financial performance: A set-theoretic cross-national inquiry. *Journal of Family Business Strategy*, 45(7), 85–96.
- Gleason, K. C., Pennathur, A. K., & Wiggenhorn, J. R. (2014). Acquisitions of family firms: Boon or bust? *Journal of Economics and Business*, 72, 1–16.
- Gómez-Mejía, L. R., Cruz, C., Berrone, P., & Castro, J. D. (2011). The bind that ties: Socioemotional wealth preservation in family firms. *Academy of Management Annals*, 5(1), 653–707.
- Gómez-Mejía, L. R., Chirico, F., Martin, G., & Baù, M. (2023). Best among the worst or the worst among the best? Socioemotional wealth and risk-performance returns for family and non-family firms under financial distress. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 47(4), 1031–1058.
- Gómez-Mejía, L. R., Patel, P. C., & Zellweger, T. M. (2018). In the horns of the dilemma: Socioemotional wealth, financial wealth, and acquisition in family firms. *Journal of Management*, 44(4), 1369–1397.
- Habbershon, T. G., & Williams, M. L. (1999). A resource-based framework for assessing the strategic advantages of family firms. *Family Business Review*, 12(1), 1–25.

- Herman, K., Lutz, E., & Lerner, J. (2010). Family business and private equity: Conflict or collaboration? The case of Messer Griesheim. *The Journal of Private Equity*, 13(3), 1–31.
- Hossain, M. S. (2021). M&A as an important strategic vehicle in business: Thematic areas, research avenues & possible suggestions. *Journal of Economics and Business*, 116(8), 111–123.
- Voltattorni, D., & Bertoldi, B. (2019). Imprese familiari al passaggio dimensionale: La sfida oltre la successione in azienda. EGEA.
- Kusa, I. A., Kebede, W., & Plak, M. W. (2022). Family- and non-family-related reasons for entrepreneurial exits. *Journal of Small Business Management*, 46(3), 313–316.
- Jansen, K., Michiels, A., Voordeckers, W., & Steijvers, T. (2023). Financing decisions in private family firms: A family firm pecking order. *Small Business Economics*, 61(3), 495–515.
- Jenkins, A., Verreynne, M. L., & Steen, J. (2015). Entrepreneurial exit: Who, what or to where? Regional relocation as a form of exit. *Journal of Business Research*, 73(4), 246–262.
- Jess, H., Chrisman, J., & Sharma, P. (2003). Succession and non-succession concerns of family firms and agency relationship with non-family managers. *Family Business Review*, 16(2), 89–107.
- Frank, H., Lueger, M., Nosé, L., & Suchy, D. (2010). The concept of “familiness”: Literature review and systems theory-based reflections. *Journal of Family Business Strategy*, 1(3), 119–130.
- Junni, P., & Teerikangas, S. (2019). Mergers and acquisitions. *Journal of Business and Management*, 12(1), 1–35.

- Kaul, A., & Wu, B. (2016). A capabilities-based perspective on target selection in acquisitions. *Strategic Management Journal*, 37(7), 1220–1239.
- Kallmuenzer, A. (2015). Agency theory and the family business. *Journal of Economics and Business*, 32(5), 58–77.
- Kaplan, S. (1989). The effects of management buyouts on operating performance and value. *Journal of Financial Economics*, 24(2), 217–254.
- Kupp, M., Schmitz, B., & Habel, J. (2019). When do family firms consider issuing external equity? Understanding the role of families' need for control. *Journal of Family Business Management*, 9(3), 271–296.
- Lageranna, G., & Crawford, C. (2018). Merger and acquisition: Conceptual review. *Journal of Management*, 17(2), 151–166.
- Li, J., & Wang, Y. (2020). Do family firms have higher or lower deal valuations? A contextual analysis. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 45(4), 709–739.
- Martynova, M., & Renneboog, L. (2010). Does ownership matter in mergers? A comparative study of causes and consequences of mergers by family and non-family firms. *Journal of Corporate Finance*, 16(2), 259–277.
- Michael-Tsabari, N., & Lavee, Y. (2012). Too close and too rigid: Applying the Circumplex Model of Family Systems to first-generation family firms. *Journal of Marital and Family Therapy*, 38(1), 105–116.
- Michelsen Jaramillo, S., Laguado Giraldo, D., & García, Á. (2023). M&A with family-owned targets in Latin America. In *The Guide to Mergers & Acquisitions*. Latin Lawyer, Law Business Research Ltd.
- Miller, D., Le Breton-Miller, I., Lester, R. H., & Cannella, A. A. (2007). Are family firms really superior performers? *Journal of Corporate Finance*, 13(5), 829–858.

- Miller, D., Minichilli, A., & Corbetta, G. (2013). Is family leadership always beneficial? *Strategic Management Journal*, 34(5), 553–571.
- Ossorio, M. (2019). Cross-border acquisitions and family businesses. *EuroMed Journal of Business*, 14(2), 78–91.
- Palm, U., & Kraft, P. S. (2023). Family firms, M&A strategies, and M&A performance: A meta-analytic review. *Family Business Review*, 36(1), 24–49.
- Palm, M., Kraft, P. S., & Kammerlander, N. (2023). Family firms, M&A strategies, and M&A performance: A meta-analysis. *Journal of Management*, 50(7), 2818–2849.
- Papa, A. (2018). La dimensione intangibile della governance nel family business: Risvolti empirici della Proprietà Emotiva negli assetti di governo delle imprese familiari italiane. Eurilink.
- Rao, V. R., Yu, Y., & Umashankar, N. (2016). Anticipated versus actual synergy in merger partner selection and post-merger innovation. *Marketing Science*, 35(6), 934–952.
- Requejo, I., Reyes-Reina, F., Sanchez-Bueno, M. J., & Suárez-González, I. (2018). European family firms and acquisition propensity: A comprehensive analysis of the legal system's role. *Journal of Family Business Strategy*, 9(1), 44–55.
- Schweizer, L., Wang, L., Koscher, E., & Michaelis, B. (2022). Experiential learning, M&A performance, and post-acquisition integration strategy: A meta-analysis. *Long Range Planning*, 55, 102212.
- Sharma, P., & Manikutty, S. (2005). Strategic divestments in family firms: Role of family structure and community culture. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 29(3), 293–311.

- Sharma, P., & Manikutty, S. (2018). Family involvement and M&A outcomes: A review and research agenda. *Journal of Family Business Strategy*, 9(1), 1–13.
- Shu, J. (2017). The M&A behavior of family firms. *Journal of Management Science*, 6(4), 673–699.
- Varshney, N. (2024). Family business: A perspective article. In *International Encyclopedia of Business Management (Chapter 81)*. Elsevier.
- Villalonga, B., & Amit, R. (2010). Family control of firms and industries. *Financial Management*, 39(3), 863–904.
- Verbeke, A., Yuan, W., & Kano, L. (2020). A values-based analysis of bifurcation bias and its impact on family firm internationalization. *Asia Pacific Journal of Management*, 37(2), 449–477.
- Williams, R., Jr., Piper, T., Kellermanns, F. W., & Astrachan, J. H. (2018). Family firm goals and their effects on strategy, family and organization behavior. *International Journal of Management Reviews*, 20(1), 63–82.
- Worek, M. (2017). Mergers and acquisitions in family businesses: Current literature and future insights. *Journal of Family Business Management*, 7(2), 177–206.
- Zattoni, A., Gnan, L., & Huse, M. (2012). Does family involvement influence firm performance? Exploring the mediating effects of board processes and tasks. *Journal of Management*, 41(4), 1214–1243.

Sitografia

Confcommercio (2023). *Censimento imprese*:

<https://www.confcommercio.it/-/censimento-imprese>

AIDAF – Associazione Italiana delle Aziende Familiari (2023). *Imprese familiari*.

<https://www.aidaf.it/imprese-familiari/>

Davis, J. A. (s.d.). *The Three-Circle Model of the Family Business System*.

<https://johndavis.com/three-circle-model-family-business-system/>

Damodaran, A. (2005). *The Value of Synergy*. Stern School of Business, New York University.

<http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/synergy.pdf>