

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI PISA

**CORSO DI LAUREA MAGISTRALE IN BANCA, FINANZA
AZIENDALE E MERCATI FINANZIARI**

Dipartimento di Economia e Management

TESI DI LAUREA

La dinamica del valore nelle aziende familiari.

**Analisi delle società soggette al listing e al delisting
tra il 2005 e il 2010 su Borsa Italiana.**

Relatore:

Prof. Enrico Gonnella

Candidata:

Claudia Santini

ANNO ACCADEMICO 2013/2014

INDICE

INTRODUZIONE	7
CAPITOLO 1 – Le aziende familiari	9
1. Il capitalismo familiare: sviluppo in Italia e nel mondo	9
2. Una panoramica delle diverse definizioni di impresa familiare.....	13
2.1. Definizioni in letteratura.....	13
2.2. Definizioni nell’ordinamento giuridico italiano ed europeo	17
3. Possibili classificazioni delle aziende familiari	19
4. Il rapporto tra impresa e famiglia	21
4.1. Il concetto di famiglia.....	23
4.2. La sovrapposizione istituzionale	24
4.3. Famiglia, business e proprietà	26
5. I cicli di vita delle aziende di famiglia	28
6. La successione	32
7. <i>Governance</i> e organizzazione nelle <i>family business</i>	35
7.1. Il Consiglio di Amministrazione e gli altri organi di governo e direzione...	37
7.2. Strumenti per il mantenimento del controllo familiare	41
8. La gestione del patrimonio familiare	45
9. Peculiarità delle imprese familiari: punti di forza e di debolezza	47
CAPITOLO 2 – L’approvvigionamento di capitali delle imprese familiari e il ricorso alla quotazione	51
1. Le fonti di approvvigionamento nelle imprese familiari.....	51
1.1. Le fonti endogene di proprietà.....	52
1.2. Le fonti endogene di terzi	54
1.3. Le fonti esogene	57
2. La composizione della struttura finanziaria nelle imprese familiari italiane	58
3. La convenienza alla quotazione	61
3.1. I benefici della quotazione	62

3.2. Gli svantaggi della quotazione.....	66
4. Il processo di quotazione.....	68
4.1. La scelta del mercato e del segmento di riferimento	68
4.2. I requisiti richiesti	72
4.3. L'iter di quotazione sui mercati regolamentati.....	75
4.4. L'iter di quotazione su AIM Italia/MAC (cenni).....	83
5. Il procedimento inverso: il <i>delisting</i>	84
5.1. Il <i>delisting</i> involontario.....	85
5.2. Il <i>delisting</i> volontario.....	88
6. Le principali motivazioni al <i>delisting</i>	92
CAPITOLO 3 - La creazione di valore.....	95
1. Introduzione al valore.....	95
2. I limiti e la “miopia” del reddito d’esercizio.....	98
3. Creazione di valore per gli azionisti e per gli altri <i>stakeholder</i>	101
4. Un sistema orientato alla creazione di valore.....	105
4.1. Il vantaggio competitivo	105
4.2. Le decisioni strategiche.....	107
4.3. Le decisioni operative	112
4.4. Casi di distruzione di valore	114
4.5. Creazione di valore d’esercizio e creazione di valore totale	115
4.6. La creazione di valore nella cultura d’impresa.....	117
5. Peculiarità della creazione di valore nelle imprese familiari	119
6. L’EVA [®] come metodo di misurazione della creazione di valore	120
6.1. Un metodo basato sul reddito residuale	121
6.2. Il calcolo del NOPAT e del COIN.....	124
6.3. Le principali rettifiche da effettuare	126
6.4. Il calcolo del costo medio ponderato del capitale.....	130
6.5. Varianti dell’EVA [®]	135
7. L’albero del valore dell’EVA [®]	136
8. L’EVA [®] e l’incremento del valore economico dell’azienda.....	142

9. Vantaggi e limiti dell'EVA®	144
--------------------------------------	-----

CAPITOLO 4 - Ricerca empirica: analisi delle aziende familiari soggette al *listing* e al *delisting* su Borsa Italiana tra il 2005 e il 2010 147

1. Introduzione all'analisi.....	147
2. La <i>review</i> nella letteratura	148
3. Il campione considerato.....	151
3.1. Definizione di azienda familiare	152
3.2. Caratteristiche del campione	155
3.3. Il <i>listing</i> delle aziende analizzate	158
3.4. Il <i>delisting</i> delle aziende analizzate	161
4. Impostazione metodologica dell'analisi svolta e difficoltà riscontrate	165
5. Applicazione del metodo EVA®	167
6. Presentazione dei risultati	171
6.1. Creazione o distruzione di valore delle società quotate.....	171
6.2. Creazione o distruzione di valore delle società revocate	186

CONCLUSIONI..... 199

Bibliografia 205

Sitografia..... 211

Bilanci e altri documenti aziendali 211

INTRODUZIONE

Nel corso degli ultimi anni, è cresciuta l'attenzione intorno alla creazione di valore che è diventata un obiettivo ormai fondamentale per tutte le tipologie di impresa. È ovvio che nessuno intraprenderebbe un'attività se non avesse l'obiettivo di ottenere un rendimento maggiore rispetto al costo che si è sostenuto per ottenerlo, ma spesso nella realtà molte imprese non riescono a creare valore o ne creano meno di quanto si erano prefissate. Questo a causa di scelte imprenditoriali sbagliate, ma anche a causa della complessità dei mercati in cui l'azienda si trova oggi ad operare.

L'obiettivo che ci si è posti con il presente elaborato è stato quello di valutare l'andamento di alcune società italiane che sono state soggette ad operazioni di *listing* e *delisting* e osservare se queste hanno creato più o meno valore dopo l'operazione effettuata. In particolare, data la peculiarità del tessuto imprenditoriale italiano, sono state analizzate le aziende familiari, che rappresentano il modello organizzativo prevalente nel nostro Paese.

L'elaborato può essere suddiviso in due sezioni, di cui la prima teorica, che dà le basi per poter comprendere e contestualizzare l'analisi effettuata, e la seconda invece empirica, che riguarda la ricerca su un campione di aziende selezionate.

La parte teorica copre i primi tre capitoli. In particolare:

- nel primo capitolo viene analizzata la tipologia d'azienda presa a riferimento nella ricerca empirica, ovvero quella delle aziende familiari. Infatti vengono descritte le caratteristiche principali delle *family business*, il loro sviluppo in Italia e nel mondo e i loro punti di forza e di debolezza. Uno dei principali problemi riguarda l'aspetto definitorio, in quanto, nonostante i molti contributi in letteratura, ancora oggi non ne esiste una definizione univoca. In ogni caso le aziende familiari si distinguono dalle altre per l'influenza che una famiglia ha sull'impresa e per i legami che s'instaurano all'interno di essa, tra vari i componenti della famiglia e tra i membri esterni ed interni;
- il secondo capitolo riguarda invece la scelta delle fonti di approvvigionamento dei capitali da parte delle imprese, soffermandoci su quelle effettuate dalle aziende

familiari. È stato poi approfondito in particolare il ricorso alla quotazione, nonostante il timore per la perdita di controllo limiti di fatto le aziende familiari italiane ad aprire il loro capitale all'esterno. Sono stati descritti non solo i vantaggi e l'iter da seguire per potersi quotare su uno dei mercati gestiti da Borsa italiana, ma anche quando diventa conveniente ritirare i propri titoli dal listino, ovvero effettuare il cosiddetto *delisting*, e come procedere in questo caso.

- il terzo capitolo sviluppa infine, sempre dal punto di vista teorico, il tema centrale della creazione di valore. Per prima cosa, abbiamo fatto chiarezza sul concetto di valore creato, spesso confuso con quello di utile d'esercizio. In secondo luogo, sono state fornite nozioni sul modo in cui l'impresa dovrebbe operare, dal punto di vista delle strategie, dell'organizzazione, delle scelte finanziarie, per poter creare valore. Ed infine sono stati esposti i metodi di misurazione della creazione di valore basati sul reddito residuale, ovvero sul reddito d'esercizio al netto del costo del capitale impiegato, soffermandoci sul metodo dell'Economic Value Added (EVA[®]), che è uno dei metodi più noti sviluppato agli inizi degli anni '90 dalla società di consulenza statunitense Stern Stewart & Co. Per quanto riguarda l'EVA[®], è stata descritta la metodologia di calcolo, che abbiamo utilizzato nella nostra ricerca empirica, e analizzate le sue variabili.

L'ultima sezione, che corrisponde al quarto ed ultimo capitolo e alle considerazioni conclusive, espone i risultati dell'analisi effettuata permettendo di osservare se vi sia una tendenza o meno alla creazione di valore in quelle aziende che sono soggette ad operazioni di *listing* e *delisting*. L'esposizione parte dalla descrizione del campione, individuato in quelle aziende familiari italiane che si sono quotate o "delistate" dal 2005 al 2010 su Borsa Italiana, e prosegue nella descrizione della metodologia applicata per poterne calcolare la creazione di valore nel periodo precedente e successivo all'operazione. Sono stati presentati poi i risultati della ricerca, cercando di darne una spiegazione ed individuando i fattori che hanno contribuito alla creazione o distruzione di valore. A causa della complessità dell'argomento, si sono incontrate alcune difficoltà, ogni volta opportunamente rilevate, che sono state superate attraverso semplificazioni ed aggiustamenti.

CAPITOLO 1

Le aziende familiari

SOMMARIO: 1. Il capitalismo familiare: sviluppo in Italia e nel mondo – 2. Una panoramica delle diverse definizioni di impresa familiare – 2.1. Definizioni nell’ordinamento giuridico italiano e in Europa - 3. Possibili classificazioni delle aziende familiari – 4. Il rapporto tra impresa e famiglia – 4.1. Il concetto di famiglia – 4.2. La sovrapposizione istituzionale – 4.3. Famiglia, business e proprietà – 5. I cicli di vita delle aziende di famiglia – 5.1 La successione – 6. *Governance* e organizzazione nelle *family business* - 6.1. Il Consiglio di Amministrazione e gli altri organi di governo e direzione - 6.2. Strumenti per il mantenimento del controllo familiare – 7. La gestione del patrimonio familiare - 8. Peculiarità delle imprese familiari: punti di forza e di debolezza.

*“L’Azienda di famiglia è una eredità
da proteggere e tramandare.
È il prodotto dell’ultima generazione e l’impegno
di ogni generazione nei confronti di quella successiva.”
G. Agnelli*

1 - Il capitalismo familiare: sviluppo in Italia e nel mondo

Il *family business* è la forma più comune di impresa in Italia ma anche a livello mondiale. In tutti i Paesi, l’impresa familiare ha avuto un ruolo rilevante nel processo di industrializzazione e anche in Italia, a partire dall’Ottocento fino ad oltre la seconda guerra mondiale, ha assunto, in risposta all’elevata incertezza del mercato, un’importanza notevole nel processo di crescita economica moderna, soprattutto nei settori di base¹. Nonostante in molti avessero predetto che le aziende familiari sarebbero scomparse a causa di una globalizzazione ormai inarrestabile, l’impresa familiare rimane ancora oggi un elemento fondamentale per la crescita e per lo sviluppo economico e sociale del Paese².

¹ A. Colli. *Capitalismo famigliare*, Bologna: Il mulino, 2006, p. 41.

² L. Del Bene, N. Lattanzi, G. Liberatore. *Aziende famigliari e longevità economica: modalità di analisi e strumenti operativi*, Assago: IPSOA, 2012, p. 27 e seguenti.

La presenza di una famiglia all'interno di un'azienda è una caratteristica che si ripropone in imprese con caratteristiche e dimensioni anche molto diverse fra loro.

L'errore più comune è quello di identificare l'azienda familiare con le sole piccole medie imprese. E' vero che la prevalenza delle *family business* italiane vede entità di piccole dimensioni, ma esse non rappresentano l'unica realtà osservabile. Basti pensare che alcuni tra i più grandi colossi italiani, come Fiat, Ferrero, Barilla, Benetton, e questi solo per citare alcuni esempi, sono posseduti e controllati da una sola famiglia³. La tesi è confermata da uno studio effettuato nel 2012 dall'Osservatorio AUB⁴ che stima che le imprese familiari con un fatturato superiore ai 50 milioni di euro presenti in Italia fossero nel 2011 il 58%, in costante e graduale aumento rispetto agli anni precedenti. Inoltre è importante sottolineare che non è nemmeno detto che tutte le piccole medie imprese siano a conduzione familiare.

Dunque l'elemento che contraddistingue le aziende familiari non è la dimensione, che è invece solo un fattore che qualifica l'azienda assieme ad altri, come per esempio l'età dell'impresa, il settore di appartenenza, il personale impiegato, la composizione dell'organo di governo e il carattere manageriale, bensì è la mescolanza tra due istituti sociali differenti, la famiglia e l'impresa, i quali danno vita a un sistema del tutto particolare con caratteristiche differenti a seconda dei vari fattori che la caratterizzano⁵.

È molto difficile stimare con precisione il numero esatto delle imprese familiari esistenti, in quanto differenze nella definizione adottata conducono a risultati statistici diversi.

Una ricerca condotta dall'Istat nel 2012 ha stimato che il 73% delle imprese italiane industriali e dei servizi abbia carattere familiare e nonostante il controllo familiare sia

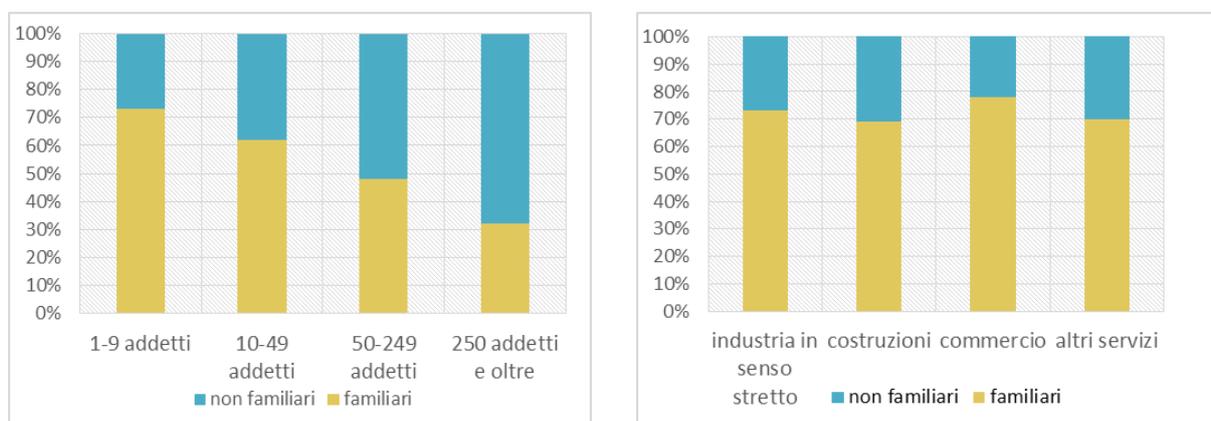
³ V. Maggioni, M. Del Giudice. *Affari di famiglia: problematiche gestionali e modelli imprenditoriali emergenti nei nuovi family business*, Milano: EGEA, 2011, p.8.

⁴ L'Osservatorio AUB, promosso dall'Associazione Italiana delle Aziende Familiari, dal gruppo UniCredit, dalla Cattedra Aidaf e dalla Camera di Commercio di Milano monitora tutte le aziende italiane a proprietà familiare che superano la soglia di fatturato dei 50 milioni di euro, considerando familiari le società controllate da una o due famiglie almeno al 50% (se non quotate) e almeno al 25% (se quotate), o da una entità giuridica a sua volta riconducibile ad una delle due situazioni sopra descritte. Vedi Executive Summary V^a edizione.

⁵ G. Iacoviello. *Sul concetto di dimensione nell'azienda familiare* in L. Del Bene, N. Lattanzi, G. Liberatore, *Aziende familiari e longevità economica*, op. cit., p. 3 e seguenti.

diffuso in modo abbastanza uniforme tra tutti i macrosettori, questo modello organizzativo rimane prevalente per le aziende di minori dimensioni (Figura 1).

Figura 1- Imprese familiari e non familiari per classi di addetti e macrosettore nel settore industriale e dei servizi (2011)



Fonte: Istat, *Rapporto Annuale 2013: la situazione del Paese*

Per quanto riguarda invece il settore primario, sempre secondo un Censimento realizzato dall'Istat nel 2012, il settore agricolo è quel settore con il maggior numero di imprese a conduzione familiare, superando la soglia del 96%.

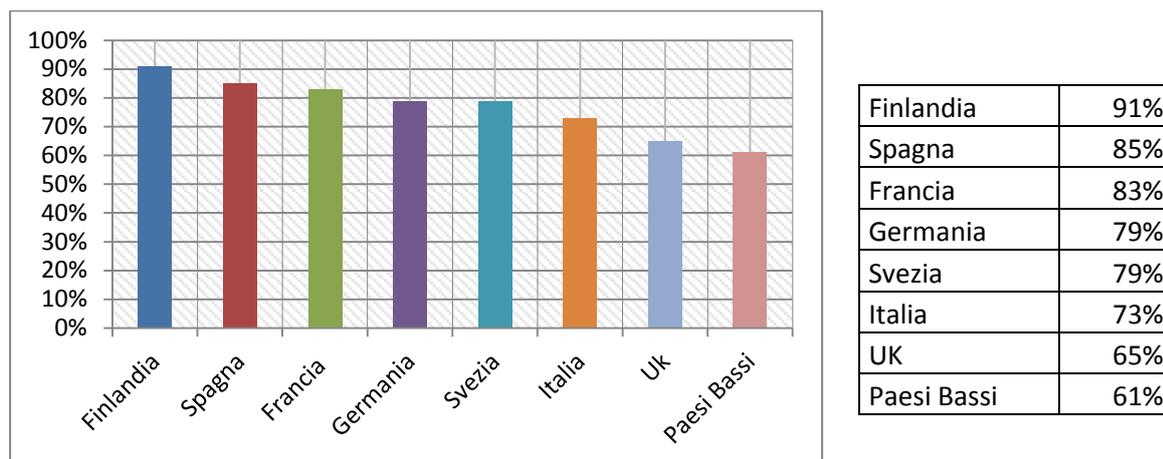
Come abbiamo già detto, l'elevata diffusione di imprese a conduzione familiare, non è un fenomeno esclusivamente italiano, anche se bisogna dire che quelle del nostro Paese presentano caratteri particolari, rispetto anche tutte le altre economie sviluppate, per la loro dimensione estremamente ridotta e per la presenza di risorse limitate.

A livello mondiale le imprese di famiglia oscillano in media tra il 65% e l'80% del totale e sono presenti soprattutto nei settori che richiedono meno investimenti e sviluppo tecnologico, come nel commercio e nei settori primari⁶.

Un rapporto pubblicato nel 2008 dall'organizzazione *Family Business Network* ha analizzato i più importanti Paesi europei e ha confermato l'ampia diffusione di *family business* a livello europeo. Al primo posto, con il maggior numero troviamo la Finlandia al 91%, seguita da Spagna e Francia, rispettivamente all'85% e all'83%, mentre si classificano all'ultimo posto i Paesi Bassi, con il 61% (Figura 2).

⁶ W. Zocchi. *Il family business: Famiglia, azienda di famiglia e patrimonio dell'imprenditore*, Milano: Il Sole 24 Ore, 2004, p. 12 e seguenti.

Figura 2- Diffusione delle imprese familiari in Europa. Fonte: Family Business International Monitor (2008)



Fonte: Family Business International Monitor (2008)

Le imprese familiari, a seconda del contesto e dell'ambiente culturale, economico e politico con cui interagiscono, assumono caratteristiche diverse.

In base alla loro posizione geografica e alle loro tradizioni culturali, possiamo dividerle in⁷:

- asiatiche;
- anglosassoni;
- dell'Europa continentale e dell'America Latina.

I tre gruppi comprendono al loro interno imprese simili per quanto riguarda le relazioni che si instaurano tra i familiari e il modo di condurre l'impresa.

Nei Paesi asiatici, le relazioni familiari sono molto chiuse e le organizzazioni sono di tipo gerarchico e patriarcale. L'entrata di un socio estraneo alla famiglia è visto come una minaccia che si deve a tutti i costi evitare. Queste aziende hanno quindi poca possibilità di crescere e svilupparsi e preferiscono assicurare prosperità alla famiglia, tramandando l'azienda di generazione in generazione, anziché valorizzarla. Per evitare le conflittualità che possono nascere con il moltiplicarsi delle diverse generazioni, l'azienda viene solitamente divisa in vari rami, per esempio in Giappone attraverso i "keiretsu" e in Cina attraverso i "clan", ognuno dei quali viene affidato a un diverso componente della famiglia.

⁷ C. Sansone. *I riflessi della scelta definitoria sullo studio della diffusione mondiale del family business* in E. Viganò, *La sensibilità al valore nell'impresa familiare*, Padova: CEDAM, 2006, p. 80 e seguenti.

All'estremità opposta dei Paesi asiatici troviamo i Paesi anglosassoni, dove invece la famiglia non si fa scrupoli ad aprire il capitale a terzi. I rapporti familiari sono meno vincolati e le generazioni successive sono libere di rinunciare se continuare o meno, a seconda dei propri interessi e delle proprie aspirazioni, la gestione dell'impresa di famiglia. In una via intermedia si collocano invece le imprese latino-americane e dell'Europa continentale, compresa l'Italia. Le relazioni all'interno della famiglia non sono vincolanti come nei Paesi asiatici, ma sono comunque più stringenti rispetto a quelle dei Paesi anglosassoni. L'apertura del capitale è visto ancora con diffidenza, così come il conferire cariche amministrative a soggetti esterni, preferendo mantenere, finché possibile, la gestione e il controllo dell'azienda all'interno della famiglia.

2 – Una panoramica delle diverse definizioni di impresa familiare

Il *family business* è un argomento molto vasto e complesso, ma ad oggi non esiste ancora una definizione univoca.

2.1 – Definizioni in letteratura

In letteratura si sono sviluppati diversi orientamenti e, a seconda degli elementi presi in considerazione, si ottengono accezioni diverse che allargano o restringono il campo d'indagine e che possiamo sintetizzare nel grafico seguente (Tabella 1).

Tabella 1- Variabili considerate nella definizione di azienda familiare

ELEMENTI IDENTIFICATIVI DI UN FAMILY BUSINESS
Partecipazione al capitale proprio di uno o più componenti della famiglia: - Totalitaria - Maggioritaria - Di controllo
Presenza di membri della famiglia negli organi direttivi e di governo
Condizionamento da parte della famiglia

Svolgimento dell'attività lavorativa da parte dei familiari
Costituzione dell'azienda da parte della famiglia
Passaggio generazionale familiare

Fonte: elaborazione personale

Un primo insieme di definizioni, che è anche l'orientamento più condiviso in letteratura, fa riferimento all'assetto proprietario come elemento per definire l'azienda familiare, ovvero alla quota di capitale detenuta dai componenti della famiglia.

In alcuni casi il possesso proprietario a loro richiesto è quello maggioritario o il raggiungimento di determinate soglie⁸; di rado viene richiesta invece la partecipazione completamente totalitaria, che è presente solitamente solo nelle piccole imprese dell'Europa continentale e in quelle asiatiche⁹.

Tra le impostazioni più restrittive che ricomprendono di fatto solo le piccolissime imprese, troviamo quella di G. Dell'Amore (1962), secondo cui «è necessario non solo che la famiglia sia l'unica a detenere la totalità delle quote dell'impresa, ma anche che i prestatori di lavoro appartengano alla famiglia o a poche famiglie collegate tra loro da vincoli di parentela o affinità¹⁰».

Nella maggior parte dei casi viene richiesta, come condizione necessaria e sufficiente, che una persona fisica o un gruppo di soggetti appartenente alla stessa famiglia possieda una quota di capitale che garantisca il controllo delle attività aziendali, indipendentemente dalla quota posseduta. Per controllo s'intende «l'esercizio di un'influenza determinante sulle decisioni relative agli obiettivi di medio-lungo periodo dell'impresa, alle strategie per conseguirli, allo sviluppo economico-finanziario e agli

⁸ Si vedano al riguardo le seguenti definizioni di impresa familiare: «Un'impresa in cui più del 50% dei voti sono controllati da una famiglia» P. Leach, W. Kenway-Smith, A. Hart, T. Morris, J. Ainsworth, E. Beterlsen, S. Iraqi, V. Pasari, 1990. *Managing the family business in the U.K.: A Stoy Hayward survey* in conjunction with the London Business School. London. Stoy Hayward; «Un'impresa in cui i membri della famiglia possiedono almeno il 60% del capitale» R. Donckels, E. Frohlich, 1991. *Are family businesses really different? European experiences from STRATOS* in *Family Business Review* 4 (2), pp. 149-160.

⁹ Per esempio si veda: A. Lyman, 1991. *Customer service: Does family ownership make a difference?* In *Family Business Review* 4 (3), pp. 303-324. Secondo l'autore è familiare «un'impresa in cui la proprietà è detenuta completamente dai membri di una famiglia, almeno un proprietario lavora nell'impresa e almeno un altro familiare (non proprietario) lavora, ufficialmente o meno, nel business».

¹⁰ G. Dell'Amore. *Le fonti del risparmio familiare*, Milano: Giuffrè, 1962, p.36.

investimenti¹¹». L'orientamento è condiviso da C. Demattè e G. Corbetta (1993) secondo cui «un'impresa è familiare quando una o poche famiglie, collegate da vincoli di parentela, di affinità o da solide alleanze, detengono una quota del capitale di rischio sufficiente ad assicurare il controllo dell'impresa¹²». Ed è proprio questa la definizione che utilizzeremo nella ricerca empirica descritta nel Capitolo 4. Quanto più la famiglia è coinvolta nella proprietà, tanto più la stessa avrà la possibilità di controllarne le scelte. Il controllo della famiglia è assicurato in casi di controllo proprietario totalitario, ma man mano che diminuisce la quota di partecipazione al capitale, nascono le incertezze nello stabilire il carattere di familiarità di un'impresa, che non è nemmeno assicurato da una partecipazione maggioritaria¹³.

Perciò alcuni autori richiedono, chi come condizione eventuale e chi come condizione strettamente necessaria, che il controllo proprietario sia affiancato dall'assunzione da parte dei membri della famiglia di cariche di governo, che determinano gli indirizzi di fondo della gestione, o di cariche direttive¹⁴. Anzi alcuni studi passati hanno evidenziato come il controllo dei gruppi familiari sulle grandi imprese venga spesso esercitato attraverso una quota di partecipazione molto bassa, ma con un ruolo invece molto attivo nei Consigli di Amministrazione¹⁵.

Altri, come G. Ferrero (1989), estendono la definizione di azienda familiare a quei casi in cui la famiglia eserciti una significativa influenza sull'impresa, sia diretta che indiretta, e in cui si ha una relazione di reciproco condizionamento tra l'azienda e la

¹¹ AA. VV. *Assetti proprietari e mercato delle imprese*, Bologna: Il Mulino, 1994, p.166.

¹² C. Demattè, G. Corbetta. *I processi di transizione delle imprese familiari*, Milano, Mediocredito Lombardo, 1993, pp. 5. E ancora altri autori definiscono l'azienda familiare come: «Un'impresa che, in pratica, è controllata dai membri di una solita famiglia» B. Bernard, 1975, *The development of organization structure in the family firm* in *Journal of General Management*, Autumn, pp.42-60.

¹³ C. Sansone. *I riflessi della scelta definitiva sullo studio della diffusione mondiale del family business*, op cit., pp. 70-71.

¹⁴ Si vedano le seguenti definizioni di impresa familiare: «un'impresa lucrativa, che può assumere la forma di impresa individuale o società, e in cui la famiglia, se la proprietà è detenuta anche da soggetti esterni, deve essere attiva nella gestione del business» P.B. Alcorn. *Success and survival in the family-owned business*, New York: McGraw-Hill, 1982; «Un'impresa in cui la maggioranza del capitale (o il controllo) è nelle mani di una singola famiglia e almeno due membri della famiglia sono o sono stati direttamente coinvolti nella gestione» P.C. Rosenblatt, L. de Mik, R.M. Anderson, P.A. Johnson. *The family in business: Understanding and dealing with the challenges entrepreneurial families face*, San Francisco: Jossey-Bass, 1985; «Un'organizzazione in cui le principali decisioni operative e la pianificazione della successione sono influenzate dai membri della famiglia presenti nel management o nel consiglio di amministrazione» W.C. Handler, 1989. *Methodological issues and considerations in studying family businesses* in *Family Business Review* 2 (3), pp. 257-276.

¹⁵ R. Tiscini. *Il valore economico delle aziende di famiglia: dinamiche di formazione e criteri di stima nelle aziende di dimensione minore*, Milano: Giuffrè, 2001, pp. 28-29.

famiglia¹⁶. Per esempio, la famiglia può attuare il proprio potere di condizionamento attraverso l'assunzione della direzione generale, la nomina di amministratori o direttori di fiducia, lo svolgimento di qualsiasi altro impiego all'interno dell'impresa oppure anche solo attraverso l'utilizzo del cognome familiare nella ragione sociale dell'azienda o nel marchio dei prodotti¹⁷.

Qualche autore evidenzia come sia importante che l'azienda sia stata costituita dalla famiglia stessa e che attraverso il duro lavoro sia riuscita a garantirne lo sviluppo e la crescita mantenendo almeno la maggioranza del capitale¹⁸. Tuttavia possiamo osservare come nella realtà le imprese possano evolvere in vari modi, rimanendo familiari, diventando non familiari o nascere non familiari ma diventarlo in seguito, e quindi possiamo includere tra le familiari anche quelle aziende che lo sono diventate successivamente o che sono state acquisite da un'altra famiglia imprenditoriale¹⁹.

Infine, un ultimo approccio definitorio considera, come variabile, l'intenzione di mantenere l'azienda in mano alla stessa famiglia di generazione in generazione. Il maggior contributo in tale direzione viene dato da J.L. Ward (1990) secondo cui «per definire un'azienda come familiare, è fondamentale la volontà di trasferire il controllo proprietario o la gestione manageriale alla generazione successiva della stessa famiglia»²⁰.

¹⁶ Ad esempio, troviamo in letteratura le seguenti definizioni: «l'azienda di famiglia è l'impresa che presenta relazioni di reciproco condizionamento tra l'azienda e una, o poche famiglie legate da vincoli di parentela o affinità» G. Ferrero. *Impresa e Management*, Milano: Giuffrè, 1989 p. 39;

«Qualsiasi business nel quale le decisioni inerenti la proprietà o la gestione sono influenzate da relazioni tra membri di una o più famiglie» P.G. Holland, J.E. Oliver, 1992. *An empirical examination of stages of development of family business* in *Journal of Business & Entrepreneurship* 4 (3), pp. 27-38;

«Sono familiari quelle imprese in cui gli aspetti strategici e gestionali sono soggetti all'influenza significativa di una o più famiglie» P. Davis, 1983. *Realizing the potential of the family business* in *Organizational Dynamics* 12 (1), pp. 47-56.

¹⁷ G. Corbetta. *Le imprese familiari: caratteri originali, varietà e condizioni di sviluppo*. Milano: EGEA, 1995, pp. 18-19.

¹⁸ J. Babicky, 1987. *Consulting to the family business* in *Journal of Management Consulting* 3 (4), pp. 25-32.

¹⁹ C. Sansone. *I riflessi della scelta definitoria sullo studio della diffusione mondiale del family business*, op cit., pp. 79-80.

²⁰ J.L. Ward. *Di padre in figlio: l'impresa di famiglia*, Milano: F. Angeli, 1990.

Condividono tale orientamento anche altri autori, che definiscono familiare un'azienda se: «sono identificate almeno due generazioni della stessa famiglia i cui legami influenzano tanto le politiche d'impresa quanto gli interessi e gli obiettivi della famiglia stessa» R. Donnelley, 1964. *The family business* in *Harvard Business Review* 42 (4), pp. 93-105;

«è previsto o si verifica la cessione del controllo da parte di un familiare più anziano verso un familiare più giovane» N.C. Churchill, K.J. Hatten, 1987. *Non-market based transfers of wealth and power: A research framework for family businesses*, in *American Journal of Small Business* 11 (3), pp. 51-64; «un business è gestito con l'obiettivo di modellare e perseguire la mission del business che contraddistingue la famiglia "dominante",

Tutti gli elementi che sono stati analizzati fin ora possono combinarsi tra di loro creando definizioni miste che prendono in considerazione più aspetti: sia elementi oggettivi, basati sulla struttura e il controllo, sia elementi più soggettivi che riguardano invece la sfera emotiva e comportamentale²¹.

J.H. Astrachan e M.C. Shanker (2002) hanno elaborato un approccio basato su tre dimensioni: *power*, *experience* e *culture*. A seconda del contributo dato dal coinvolgimento dei familiari nella proprietà e nella gestione, dal grado di generazione presente e dai valori condivisi dai familiari, si possono ottenere diversi tipi di definizione. La definizione più ampia si limita a stabilire che un'impresa è familiare se la famiglia ha il controllo sulle attività strategiche e partecipa a vario titolo al business; quella media ricomprende anche la volontà del passaggio generazionale di padre in figlio; e infine, nella definizione stretta, è necessario, per poter considerare un'impresa come familiare, non solo che siano inclusi i requisiti delle definizioni precedenti, ma anche che siano presenti più generazioni nell'impresa e che almeno un familiare sia coinvolto attivamente nella gestione²².

In conclusione, possiamo quindi ricomprendere nella definizione di aziende familiari, a seconda dei casi, sia aziende la cui famiglia non è presente o non costituisca la maggioranza negli organi di governo e direttivi, sia quelle che invece amministrano l'impresa senza tuttavia possedere la maggioranza del capitale. E ancora, quelle in cui più famiglie controllano l'impresa senza aver vincoli di parentela, ma legate da forti alleanze²³.

2.1 – Definizioni nell'ordinamento giuridico italiano ed europeo

Per completezza è bene fornire anche la definizione che è stata fornita dall'ordinamento giuridico italiano, dove l'impresa familiare è disciplinata dall'Art. 230 bis del codice civile.

non necessariamente il principale azionista, in modo tale da renderla sostenibile a livello inter-generazionale» J.H. Chua, J.J. Chrisman, P. Sharma, 1999. *Defining the family business by behaviour*, in *Entrepreneurship Theory & Practice* 3 (4), pp. 19-39.

²¹ L. Del Bene, N. Lattanzi, G. Liberatore. *Aziende famigliari e longevità economica*, op. cit., pp. 32-33.

²² J.H. Astrachan, S.B. Klein, K.X. Smyrniotis, 2002. *The F-PEC scale of family influence: A proposal for solving the family business definition problem* in *Family Business Review* 15 (1), pp. 45-58.

²³ G. Corbetta. *Le imprese familiari*, op.cit., p. 21.

Impresa familiare e impresa di famiglia sono utilizzate in campo aziendale e nel nostro elaborato, come sinonimi, ma non è così dal punto di vista giuridico.

La disciplina dell'impresa familiare è stata introdotta nel 1975 con la riforma del diritto di famiglia per tutelare quei familiari che pur lavorando all'interno dell'impresa non erano tutelati dall'imprenditore e identifica come aziende familiari quelle in cui collaborano, in modo continuativo e di fatto, il coniuge, i parenti entro il terzo grado, gli affini entro il secondo grado dell'imprenditore, salvo che sia configurabile un diverso rapporto²⁴.

La disciplina è scarna e lacunosa e in ogni caso ricomprende solo una piccola parte delle *family business* esistenti nella realtà italiana, in quanto le imprese familiari riconosciute dal codice civile, sono ditte individuali dove l'unico soggetto che si assume il rischio ed è soggetto al fallimento è l'imprenditore, nonostante ai familiari siano riconosciuti diritti non trascurabili²⁵.

Anche a livello europeo, nel 2009, la rilevanza e il significativo ruolo delle imprese familiari nell'economia è stato riconosciuto in un'importante sede ufficiale.

La Commissione Europea ha costituito un organismo, il *Family Business Group*, che attraverso uno studio²⁶, realizzato tra il 2007 e il 2009, ha discusso sui principali problemi riguardanti le imprese familiari presenti sul mercato unico ed è giunto a una definizione di family business.

Il gruppo di esperti, ispirandosi alla definizione data nell'ordinamento giuridico finlandese, che è stata reputata la più chiara, completa ed operativa di tutti i Paesi appartenenti all'Unione Europea, ha definito come azienda familiare²⁷, quell'azienda di qualsiasi dimensione dove:

- la maggioranza assoluta dei poteri decisionali per le società non quotate o il 25% per le quotate, sia in possesso, direttamente o indirettamente, alla persona fisica o persone fisiche che hanno costituito o che hanno acquisito anche successivamente

²⁴ Vedi Art. 230 bis c.c.

²⁵ C.F. Montecamozzo. *Guida al passaggio generazionale nelle PMI: come assicurarsi la continuità imprenditoriale nell'impresa di famiglia*, Milano: IPSOA, 2012, p. 30.

²⁶ *Overview of Family Business Relevant Issues*. European Commission, 2009.

²⁷ *Summer of the Expert Group including the definition*. European Commission, 2009, pp. 9-10.

il capitale sociale della società, o in possesso dei loro coniugi, genitori, figli o eredi diretti;

- Almeno un rappresentante della famiglia o parente sia formalmente coinvolto nella *governance* della società.

3 – Possibili classificazioni delle aziende familiari

Le molteplici definizioni proposte ricomprendono imprese diverse sia per dimensione, per settore di attività che per stadio di sviluppo raggiunto ed è utile, per dare maggiore chiarezza e approfondimento, fornire qualche possibile classificazione²⁸.

Un'efficace impostazione per raggruppare e osservare la varietà delle imprese familiari è quella di G. Corbetta (1995)²⁹.

L'autore individua tre variabili:

- 1) il modello di proprietà del capitale;
 - 2) la composizione del Consiglio di Amministrazione e degli Organi di Governo;
 - 3) la dimensione del personale;
-
- 1) Per quanto riguarda la prima variabile, il capitale può essere posseduto da un solo proprietario (modello di proprietà assoluta), da un numero ristretto o numero più ampio di persone (rispettivamente modello di proprietà chiusa stretta e chiusa allargata) o non solo dal fondatore o dai discendenti, ma anche da altri soci (modello di proprietà aperto);
 - 2) La famiglia proprietaria può avere più o meno peso a seconda della sua presenza nel Consiglio di Amministrazione (CdA) e negli organi di direzione;
 - 3) La dimensione viene misurata in base alla numerosità del personale: fino a poche decine di persone l'azienda è considerata piccola, media fino alle centinaia e grandi se superano anche tale numero.

²⁸ L. Del Bene, N. Lattanzi, G. Liberatore. *Aziende familiari e longevità economica*, op. cit., p. 44.

²⁹ G. Corbetta. *Le imprese familiari*, op.cit., p. 81 e seguenti.

Combinando queste variabili, otteniamo quattro categorie di imprese familiari, come rappresentato nella tabella seguente (Tabella 2).

Si passa da una piccola azienda familiare di tipo domestico, dove il capitale è posseduto da una sola persona o da pochi soci familiari, i cui componenti del CdA e degli organi direttivi, e nella maggior parte anche dell'organismo personale, sono tutti membri della famiglia, ad una grande azienda di tipo aperto, dove invece il controllo è mantenuto dai membri della famiglia ma sia nella proprietà sia negli organi amministrativi e direttivi sono presenti anche soggetti esterni.

Tra i due casi estremi illustrati, oltre l'impresa familiare tradizionale e quella allargata, troviamo un'infinita di categorie quante sono le imprese esistenti nella realtà.

Tabella 2 – Classificazione delle imprese familiari

TIPO DI IMPRESA FAMILIARE	MODELLO DI PROPRIETA'	COMPOSIZIONE DEL CDA	COMPOSIZIONE DEGLI ORGANI DI DIREZIONE	DIMENSIONE DEL PERSONALE
Domestica	assoluta o stretta	solo familiari	solo familiari	piccola
Tradizionale			familiari e non familiari	familiari e non familiari
Allargata	allargata	familiari e non familiari		
Aperta	aperta			

Fonte: adattamento da Corbetta (1995)

A seconda del ruolo svolto dalla famiglia all'interno dell'azienda, M.A. Gallo (1996)³⁰ suddivide l'impresa familiare in:

- impresa familiare di lavoro, in cui molti dei suoi membri svolgono una mansione all'interno dell'impresa al fine di garantirne la sopravvivenza;
- impresa familiare di direzione, dove la famiglia vuole mantenere la proprietà nell'azienda, ma il suo obiettivo è quello di formare un organico competente e assegna i ruoli direzionali manageriali anche a membri esterni se questi sono maggiormente validi;

³⁰ M.A. Gallo, *Cultura en Empresa Familiar*, Nota Tecnica de la Division de Investigacion del IESE N. DGN-457, Barcellona, in S. Tomaselli, *Longevità e sviluppo delle imprese familiari*, Milano: Giuffrè, 1996, p. 13 e seguenti.

- impresa familiare di investimento, in cui i membri della famiglia non sono coinvolti direttamente ma si limitano ad assumere decisioni di investimento e a controllare gli investimenti realizzati;
- impresa familiare congiunturale, che si distingue dal fatto che l'azienda è gestita da una famiglia, unita solo per motivi ereditari e non per l'intenzione reale di portare avanti insieme l'attività familiare.

Queste tipologie, individuate sia da G. Gallo che da G. Corbetta, possono rappresentare le possibili configurazioni di imprese esistenti ma anche i vari stadi che un'impresa può affrontare nel suo ciclo di vita³¹.

4 – Il rapporto tra impresa e famiglia

Come già evidenziato, l'elemento che distingue le aziende familiari dalle altre è lo stretto legame che esiste tra impresa e famiglia.

Essi sono due istituti sociali differenti, con caratteristiche e finalità diverse, che però interagiscono e si condizionano reciprocamente.

La famiglia è un sistema sociale che ha prevalentemente interessi affettivi, sociali e religiosi³², ma è portata anche a soddisfare, per quanto riguarda la sfera economica, i suoi bisogni attraverso il consumo di beni e servizi.

L'azienda può essere invece definita come un sistema sociale dinamico e aperto, ovvero in continua evoluzione e in continua relazione con l'ambiente esterno, con lo scopo di produrre beni e servizi e scambiarli sul mercato per creare valore³³.

Unendo assieme i due organismi, si forma dunque un'entità del tutto particolare, che necessita scelte di organizzazione e gestione mirate sia a livello familiare che a livello imprenditoriale, per minimizzare le situazioni di rischio e conflitto che possono nascere, e far emergere invece i punti di forza.

³¹ L. Del Bene, N. Lattanzi, G. Liberatore. *Aziende familiari e longevità economica*, op. cit., p. 48.

³² G. Airoidi, G. Brunetti, V. Coda. *Economia aziendale*, Bologna: il Mulino, 1994, p.5.

³³ R. Tiscini. *Il valore economico delle aziende di famiglia*, op.cit., p.38.

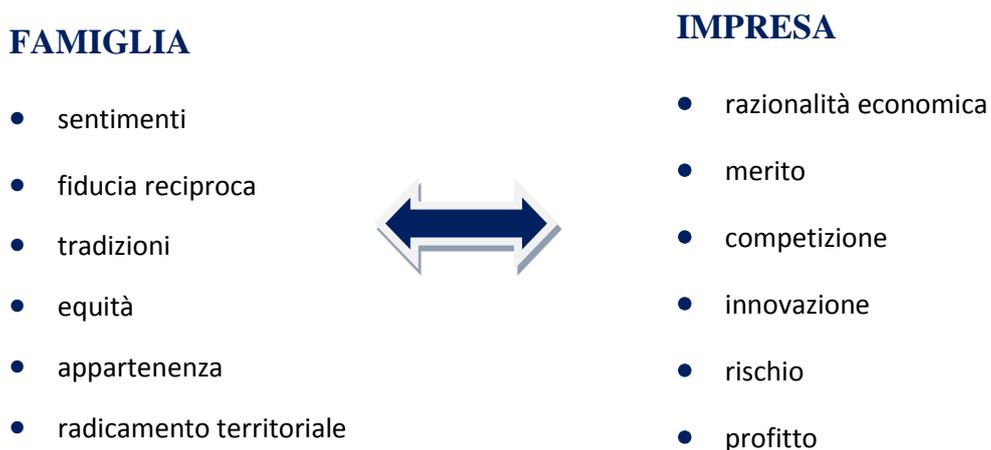
Mentre la famiglia getta le proprie basi sui principi di solidarietà, protezione ed equità dei suoi membri, l'impresa è spinta da una logica di razionalità economica, competizione e rischio³⁴.

I rapporti affettivi e la fiducia reciproca, che legano i componenti della famiglia sono più forti, almeno in teoria, di qualsiasi altro legame esistente e portano a costituire un istituto compatto e unito, con l'obiettivo di dare, in primis, soddisfazione e benessere alla propria famiglia. Il forte senso di appartenenza, la storia e il radicamento territoriale della famiglia è un motivo di vanto e orgoglio per la stessa che viene trasmessa alle varie generazioni³⁵.

L'impresa è guidata da valori tendenzialmente opposti, opera in un ambiente competitivo e meritocratico ed è orientata all'innovazione e al cambiamento³⁶.

Tuttavia essi sono due sistemi tutt'altro che incompatibili: anzi, la famiglia apporta all'interno dell'azienda le proprie conoscenze, i propri valori, le tradizioni e i propri convincimenti economici e culturali e viceversa, i valori imprenditoriali influenzano la vita familiare (Figura 3). Inoltre nonostante la famiglia e l'impresa siano guidate da logiche diverse, rispettivamente emozionali ed economiche, entrambe condividono principi come la continuità, l'unione e la creazione di valore.

Figura 3 – Rapporto impresa - famiglia



Fonte: adattamento da Tiscini (2001)

³⁴ L. Del Bene, N. Lattanzi, G. Liberatore, *Aziende familiari e longevità economica*, op. cit., pp. 34-35.

³⁵ A. Lazzini. *Il ruolo della famiglia nell'azienda familiare: dinamiche di crescita, sviluppo e successione aziendale*, in L. Del Bene, N. Lattanzi, G. Liberatore, *Aziende familiari e longevità economica*, op. cit., pp. 192-193.

³⁶ R. Tiscini. *Il valore economico delle aziende di famiglia*, op.cit., p.49.

In questo modo la famiglia riesce ad assicurarsi il raggiungimento del benessere attraverso lo svolgimento dell'attività imprenditoriale, mentre l'impresa riesce attraverso il maggior impegno e motivazione, a raggiungere gli obiettivi di profitto e crescita.

4.1 – Il concetto di famiglia

Fin ora abbiamo parlato di famiglia riguardo ai rapporti reciproci che si instaurano fra i membri della famiglia e fra questi e l'impresa, ma non abbiamo definito chi è ricompreso nella nozione di famiglia.

Solitamente in letteratura e in questo lavoro, con familiari ci si riferisce al coniuge, ai genitori, ai figli, ai fratelli e a tutti i parenti e affini più vicini all'imprenditore.

Tuttavia uno studio effettuato nel 2004 dal Centro Studi sull'impresa di famiglia "Di padre in figlio", evidenzia come altri soggetti, senza nessun legame di parentela o affinità con l'imprenditore, influenzino notevolmente, e in certi casi anche di più dei familiari più stretti, le scelte di quest'ultimo.

Per cui in una concezione più estesa di famiglia possiamo distinguere, tra familiari stretti e familiari indiretti e includere quindi per esempio: i dipendenti fedeli, i soci cofondatori, gli amici, gli ex coniugi e soprattutto i professionisti, come il commercialista a cui solitamente nelle piccole imprese viene riposta piena fiducia e il destino della famiglia.

I familiari vengono distinti inoltre in attivi, ovvero quelli che in via esclusiva operano nell'impresa come soci o come amministratori o dipendenti, e in passivi, che invece nonostante in alcuni casi siano anche soci, non sono coinvolti nell'attività imprenditoriale³⁷.

È importante evidenziare anche come nell'ultimo secolo vi siano state alcuni cambiamenti nei rapporti familiari e sociali e siano emersi molteplici modelli alternativi di famiglia.

³⁷ W. Zocchi. *Il family business*, op.cit., p.40 e seguenti.

Per esempio sono diminuiti i rapporti legati con il matrimonio e aumentate le coppie cosiddette di fatto, quelle ricostituite e quelle omosessuali. Il tasso di natalità è diminuito ed è aumentata l'instabilità coniugale. Da qui la nascita di problemi per quanto riguarda il riconoscimento delle nuove forme di famiglia e in materia successoria, per l'ingresso in azienda degli eredi e per la ripartizione dei diritti di proprietà. Inoltre, possiamo notare come si stia affermando una mentalità più individualistica rispetto al passato e come oggi le donne si siano emancipate acquisendo un ruolo sempre più importante anche all'interno delle aziende³⁸. Riguardo a quest'ultimo aspetto, l'Osservatorio AUB ha posto particolare attenzione all'apertura nei confronti delle donne, le quali possono rappresentare una concreta opportunità per le aziende e contribuire all'aumento delle performance, in quanto è più probabile che le donne al vertice siano state selezionate per competenza.

Tutte queste trasformazioni e cambiamenti sociali implicano però soluzioni ed esigenze diverse che fin ora sono state poco affrontate dalla letteratura esistente.

4.2 – La sovrapposizione istituzionale

L'eccessiva influenza della famiglia sull'impresa o quella dell'impresa sulla famiglia possono portare al cosiddetto fenomeno della sovrapposizione istituzionale, che modifica gli equilibri dell'azienda familiare e sovrappone gli obiettivi di soddisfazione personale con quelli legati al profitto.

A priori è difficile stabilire se l'effetto di tale fenomeno rafforzi o indebolisca l'azienda. Secondo alcuni, la forte influenza della famiglia potrebbe costituire un limite nello suo sviluppo mentre secondo altri, la famiglia è invece considerata una risorsa in grado di stimolare il raggiungimento degli obiettivi prefissati ed avere una ricaduta positiva sulla continuità, sulla motivazione e sull'orientamento di lungo periodo.

In ogni caso, le ripercussioni delle vicende familiari sulla vita dell'azienda, e viceversa, possono essere notevoli ed è importante quindi che sia i valori culturali che

³⁸ W. Zocchi. *Quando la famiglia è azienda*, Torino: G. Giappichelli, 2008, p.93 e seguenti.

quelli imprenditoriali vengano trasferiti razionalmente ed assimilati in modo da giungere ad un equilibrio³⁹.

In base al grado di autonomia tra azienda e famiglia, possiamo individuare quattro modelli⁴⁰:

- 1) Modello del sistema unico;
- 2) Modello del sistema familiare;
- 3) Modello del sistema impresa;
- 4) Modello del sistema autonomo.

- 1) Il primo modello è caratterizzato da una perfetta coincidenza tra impresa e famiglia ed è solitamente presente nelle microimprese, anche se è stato osservato anche in alcune realtà più grandi.

La relazione interna tra i due sistemi non è regolamentata e tale impostazione non favorisce lo sviluppo dell'impresa e la sua trasmissione alle generazioni successive;

- 2) Nel caso in cui vi sia la prevalenza della famiglia sull'impresa, gli interessi aziendali vengono messi in secondo piano e viene data maggior rilevanza all'unità della famiglia. Per esempio, non vige un principio di meritocrazia e le remunerazioni percepite sono indipendenti dai risultati aziendali.

Questo costituisce un forte vincolo al miglioramento dei risultati in quanto non sono stimolati adeguati livelli di impegno;

- 3) All'esatto opposto troviamo invece il caso in cui l'imprenditore percepisce l'azienda come parte di sé e la sua prima priorità è lo sviluppo della stessa. Alla famiglia possono essere richiesti ingenti sacrifici, sia personali che finanziari anche attraverso finanziamenti con il proprio patrimonio personale⁴¹;

- 4) E infine l'ultimo modello è quello dell'impresa come istituto autonomo dalla famiglia ed è l'unico modello in cui l'impresa viene gestita in modo efficace ed efficiente. Nonostante venga mantenuto lo stretto legame e l'impresa continui a trarre importanti risorse umane, finanziarie e valoriali dalla famiglia, l'azienda opera secondo una logica di merito e razionalità economica.

³⁹ R. Tiscini. *Il valore economico delle aziende di famiglia*, op.cit., p.50.

⁴⁰ R. Tiscini. *Il valore economico delle aziende di famiglia*, op.cit., p.55 e seguenti.

⁴¹ V. Maggioni, M. Del Giudice. *Affari di famiglia*, op.cit., p.23.

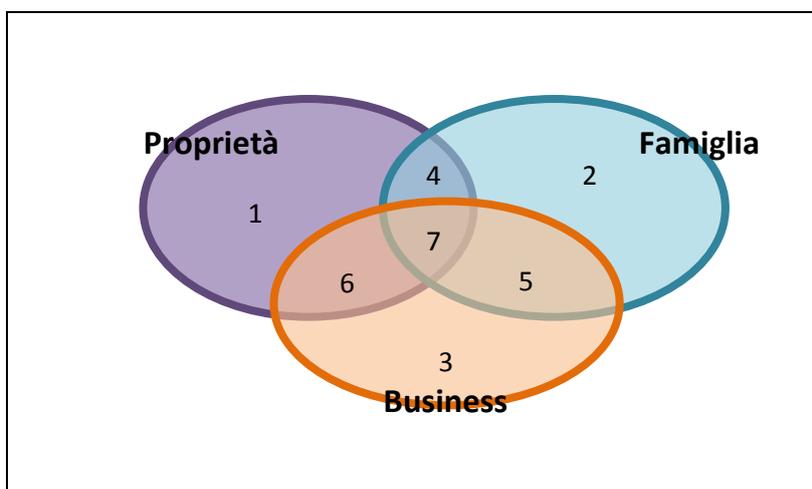
Una sovrapposizione totale degli interessi può essere dannoso e dunque solo attraverso la considerazione dell'impresa come un autonomo istituto rispetto alla famiglia è possibile trarre il massimo beneficio, senza sacrificare i valori culturali della famiglia e senza snaturare il ruolo dell'impresa⁴².

4.3 Famiglia, business e proprietà

Tradizionalmente l'impresa familiare era vista solo come il risultato dell'interazione tra famiglia e impresa, ma non veniva data importanza a un altro elemento: la proprietà.

R. Tagiuri e J. Davis (1982) ripresero il modello a due sistemi, visto precedentemente, e idearono un modello di rappresentazione del *family business* ormai noto in economia e conosciuto come “*three circle model*” (Figura 4)⁴³.

Figura 4 – Il “Three circle model”



Fonte: Tagiuri, Davis (1982)

In questo modello, la famiglia e l'azienda intersecano, come si può vedere dalla figura, un altro sottoinsieme, quello della proprietà, dove per proprietà ci si riferisce all'insieme degli investitori dell'azienda che possiedono una quota del capitale.

⁴² R. Tiscini. *Il valore economico delle aziende di famiglia*, op.cit., p.58.

⁴³ R. Tagiuri, J. Davis. *Bivalent of the Family Firms*, Working Paper, Harvard Business School, Cambridge, 1982. Ristampa in *Family Business Review*, vol. IX, n. 2, 1996, pag. 199-208.

Le relazioni che si instaurano tra le tre entità rendono ogni azienda familiare unica e differente dalle altre e ogni segmento nel modello rappresenta una categoria di attori all'interno dell'azienda familiare⁴⁴.

Possiamo individuare sette categorie di soggetti, che esercitano sulla gestione forze contrastanti, e sono:

- 1- Investitori esterni: sono in possesso di una quota di capitali, ma non sono né componenti della famiglia, né lavoratori e il loro unico obiettivo è quello di ottenere un ritorno sugli investimenti;
- 2- Membri della famiglia passivi: non sono, per il momento, coinvolti attivamente nel business né come dipendenti né come proprietari. Hanno comunque interesse nell'attività aziendale di famiglia, la quale è concepita come una fonte di benessere e uno strumento di identità familiare da trasmettere nel tempo;
- 3- Dipendenti non familiari: sono quei soggetti che pur non partecipando al capitale e pur non essendo membri della famiglia, lavorano all'interno dell'azienda e sono interessati al suo sviluppo principalmente con l'obiettivo di fare carriera;
- 4- Proprietari inattivi: non lavorano nel *business*, ma hanno un senso di responsabilità e attaccamento nei confronti della famiglia che li portano a promuovere la crescita e l'espansione dell'azienda di famiglia, non rinunciando a percepire i rendimenti sugli investimenti effettuati;
- 5- Collaboratori familiari: sono coloro che nonostante non detengano nessuna quota, partecipano attivamente al business della propria famiglia perché spinti sia dal forte legame sia dalle aspettative per il futuro e dalle prospettive di carriera all'interno di essa;
- 6- Manager proprietari non familiari: sono manager esterni alla famiglia a cui sono state assegnate delle quote di capitale, solitamente molto ridotte, per incentivarli e mantenerli all'interno dell'azienda;
- 7- Proprietari controllanti familiari: sono coloro che assumono contemporaneamente i tre ruoli, ovvero possiedono una quota di proprietà e svolgono una funzione

⁴⁴ L. Del Bene, N. Lattanzi, G. Liberatore. *Aziende familiari e longevità economica*, op. cit., p. 35 e seguenti.

manageriale senza tralasciare l'importanza dell'unità e dell'armonia che deve esserci all'interno della famiglia.

I vari soggetti hanno spesso bisogni e punti di vista differenti e possono entrare in contrasto fra di loro, a causa della scarsa chiarezza dei ruoli e della cattiva comunicazione tra le varie classi di familiari. Per esempio può succedere che i proprietari inattivi si scontrino con coloro che, fanno parte della stessa famiglia, ma al loro contrario partecipano attivamente alla gestione senza esserne soci, in quanto le aspettative di remunerazione periodica che hanno i primi si scontrano con la logica seguita dai secondi, i quali sono più propensi a reinvestire le risorse nell'azienda in un'ottica di lungo periodo⁴⁵.

I conflitti mal gestiti possono influenzare la vita aziendale e limitarne lo sviluppo e la crescita. Un'evoluzione del modello di R. Tagiuri e J. Davis prevede appunto l'aggiunta della *corporate governance*⁴⁶, come elemento che caratterizza la realtà aziendale e che può aiutare a risolvere tali conflitti e a consolidare i valori propri del *family business*. La *corporate governance*, ovvero l'insieme di meccanismi e regole finalizzate alla conduzione del governo dell'impresa e alla migliore realizzazione del processo decisionale nell'interesse delle diverse categorie di soggetti interessate alla vita societaria, permette di adottare politiche idonee e creare una solida struttura organizzativa⁴⁷.

5 - I cicli di vita delle aziende di famiglia

Molte imprese familiari nascono come ditte individuali, in cui il capofamiglia costituisce l'azienda e, come abbiamo visto nei paragrafi precedenti, ne fa un prolungamento della sua vita apportando tutte le sue convinzioni economiche, sociali e culturali. Ma come si trasformano poi queste aziende nel tempo?

⁴⁵ L. Del Bene, N. Lattanzi, G. Liberatore. *Aziende familiari e longevità economica*, op. cit., pp. 38-39.

⁴⁶ Vedi Glossario Borsa Italiana

⁴⁷ L. Del Bene, N. Lattanzi, G. Liberatore. *Aziende familiari e longevità economica*, op. cit., p.40 e seguenti.

Innanzitutto dobbiamo distinguere tra il concetto di crescita e sviluppo, che pur essendo utilizzati spesso come sinonimi, identificano invece due concetti diversi.

Per crescita s'intende l'aumento dimensionale, mentre per sviluppo si intende un miglioramento dal punto di vista qualitativo⁴⁸.

In passato gli studi effettuati sul ciclo di vita dell'azienda erano condotti sulla sola base del concetto di dimensione aziendale, secondo cui le imprese erano orientate verso un percorso di crescita verso la grande dimensione. La crescita dimensionale può essere perseguita per via interna, attraverso strategie di investimento, o per via esterna, attraverso operazioni di M&A⁴⁹ o tramite accordi e alleanze.

Tuttavia lo studio dei percorsi di crescita e sviluppo delle aziende familiari non possono prescindere dall'evoluzione della famiglia stessa e dai rapporti che si instaurano all'interno e all'esterno di essa⁵⁰.

Abbiamo già visto, nel terzo paragrafo, come le classificazioni di G. Corbetta e G. Gallo possano anche costituire la rappresentazione dell'evoluzione di un'azienda nel tempo, la quale inizialmente è molto chiusa e la famiglia è coinvolta totalmente a livello proprietario, gestionale e lavorativo. Al succedersi delle varie generazioni, il coinvolgimento della famiglia cala e aumentano le interferenze da parte di membri esterni, sia attraverso l'assunzione diretta di partecipazioni nella società sia assumendo un ruolo all'interno dei vari organi direttivi e amministrativi.

Tuttavia molte imprese familiari, durante il processo di crescita, non riescono a superare le diverse fasi di transizione, finendo per essere acquisite da altre imprese familiari o rilevate da altri tipi di imprese.

Possiamo individuare principalmente tre fasi della vita di un'impresa familiare⁵¹:

- 1) la nascita;
- 2) lo sviluppo;
- 3) la maturità;

⁴⁸ R. Tiscini. *Il valore economico delle aziende di famiglia*, op.cit., p.60.

⁴⁹ Le operazioni di Merger & Acquisition (M&A) sono le operazioni di acquisizione e fusione.

⁵⁰ R. Tiscini. *Il valore economico delle aziende di famiglia*, op.cit., p.67.

⁵¹ R. Tiscini. *Il valore economico delle aziende di famiglia*, op.cit., p.68 e seguenti.

Si veda anche: A. Lazzini. *Il ruolo della famiglia nell'azienda familiare*, op. cit., p.194 e seguenti; W. Zocchi. *Il family business*, op.cit., p.23 e seguenti.

Nella prima fase, detta anche imprenditoriale, l'imprenditore è l'unico proprietario dell'impresa che dirige incontrastato la sua impresa.

È molto stretto il legame tra famiglia, azienda e proprietà.

Si parla in questa fase di *Business in the Family*, in cui il business prevale sulla famiglia, alla quale sono richiesti numerosi sacrifici per poter far crescere la piccola realtà aziendale. I principali problemi riguardano il finanziamento effettuato con capitale proprio e il passaggio delle redini alla generazione successiva.

Il nucleo originario tende ad allargarsi e i primi ad entrare in società sono i figli del fondatore. Si parla di *Family in the Business*, che corrisponde ad una fase di crescita ed espansione in cui si inizia ad avviare un processo di separazione tra la famiglia e l'azienda.

La gestione e la proprietà passano, almeno parzialmente, alla seconda e poi alla terza generazione e appaiono i primi problemi relativi all'esercizio di un controllo di più soggetti sull'impresa.

Nel momento in cui entrano in azienda nipoti, cugini, parenti acquisiti, l'azienda di famiglia ha ormai raggiunto la maturità, è ben consolidata ed è diventata uno tra i tanti, anche se uno dei più importanti, *asset* della famiglia che deve essere gestito assieme agli altri. Questo stadio può essere chiamato *Office in the Family*.

Ma questa fase è anche il momento della cosiddetta "deriva generazionale", ovvero dell'aumento progressivo del numero di membri di una dinastia al succedersi delle generazioni⁵². Non tutti i discendenti possono infatti essere proprietari ed essere coinvolti attivamente nell'azienda. Sarà quindi necessario limitare il numero di successori coinvolti e favorire l'uscita dei soci. Alcuni diventeranno completamente estranei, ad altri sarà assegnata una quota simbolica, ma in ogni caso il rischio è che si formino delle spinte disgregatrici pericolose per la continuità dell'azienda.

Il fenomeno della deriva generazionale è accompagnato anche da un altro fenomeno che non può essere evitato: "il raffreddamento dei soci familiari", cioè si attenuano i legami affettivi esistenti tra i successori.

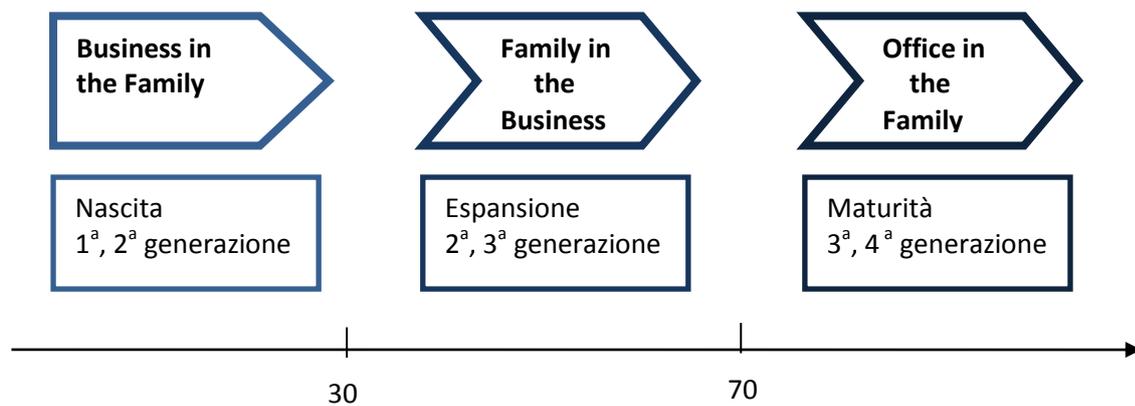
⁵² G. Corbetta. *Le imprese familiari*, op.cit, p. 106 e seguenti.

Lo stretto rapporto che si instaura tra famiglia, impresa e proprietà che abbiamo visto nel modello del “*three circle model*” di Tagiuri e Davis, tende infatti ad allentarsi nel tempo a causa dei mutamenti che interessano i tre sottoinsiemi.

A questo punto, per garantire la continuità dell’impresa è necessario gestire l’azienda come se questa fosse un’entità autonoma, regolata da percorsi meritocratici e da remunerazioni basate sui risultati prodotti, e stimolare l’impegno del management che si riconosce sempre meno nell’identità della famiglia fondatrice.

Possiamo sintetizzare il processo descritto nella figura seguente (Figura 5).

Figura 5 – Il ciclo di vita delle family business



Fonte: adattamento da Zocchi (2004)

Da alcuni studi fatti emerge che la maggior parte delle aziende esistenti sia di prima generazione, la quale dura circa 30/40 anni. Di queste, già una buona parte viene venduta a terzi, o cessa la propria attività, alla fine della prima fase.

È stato rilevato che il passaggio più critico è quello dalla fase di espansione alla maturità, soprattutto dalla seconda alla terza generazione: dopo circa 70 anni di attività dell’azienda l’80% di esse chiudono e solo il 3% continua a crescere e a svilupparsi, mentre le rimanenti mantengono la stessa dimensione raggiunta con la prima generazione⁵³.

⁵³ W. Zocchi. *Il family business*, op.cit., p.20.

6 – La successione

La successione generazionale è un passaggio molto critico nella vita di un'impresa familiare ed è un processo lungo e complesso, che non dovrebbe essere visto come un evento negativo, ma come un'occasione di rinnovamento e sviluppo⁵⁴.

È il punto di partenza per una nuova configurazione aziendale e rappresenta un momento di transizione fondamentale per l'evoluzione e lo sviluppo delle imprese familiari. Tanto più le imprese sono di piccola dimensione e tanto più è stretto il rapporto tra famiglia e impresa, tanto più l'evento successorio ha impatto maggiore sulle dinamiche delle aziende familiari, perciò è necessaria un'attenta pianificazione strategica⁵⁵.

Spesso avviene che la successione sia improvvisa senza che vi sia stata alcuna preparazione né dal punto di vista umano, né dal punto di vista organizzativo né da quello patrimoniale. Ed è appunto la mancanza di pianificazione e preparazione strategica una delle principali cause del fallimento del processo di successione generazionale⁵⁶.

In questa sede non considereremo la successione dal punto di vista giuridico⁵⁷, ma solo le dinamiche che vengono seguite dall'imprenditore per pianificare la successione sfruttando al meglio i vantaggi competitivi offerti dalla natura familiare dell'impresa.

La tendenza generale e, vista come naturale, è quella, come abbiamo visto, che i figli entrino in azienda, spesso a prescindere dalle loro predisposizioni, capacità e volontà.

Già dall'infanzia, i genitori educano i figli e scelgono il percorso educativo che devono seguire. È opportuno che essi terminino gli studi e che svolgano qualche esperienza lavorativa al di fuori dell'ambito familiare. Queste scelte costituiscono già un punto importante per la continuità dell'impresa stessa e nel momento in cui i figli sono pronti per entrare in azienda, l'imprenditore ne predispone un possibile percorso di carriera.

⁵⁴ E. Viganò. *La sensibilità al valore nell'impresa familiare*, op.cit., p.402.

⁵⁵ A. Kunz. *La successione generazionale: Problemi e momenti di valutazione generale* in E. Viganò, *La sensibilità al valore nell'impresa familiare*, op.cit., p.175 e seguenti.

⁵⁶ E. Viganò. *La sensibilità al valore nell'impresa familiare*, op.cit., p. 404.

⁵⁷ Si rimanda per questo tema alle norme contenute nel c.c. nel libro secondo *Delle successioni* del c.c. e nel libro quinto *Del lavoro* e ad alcune leggi speciali.

Durante la fase in cui padre e figli lavorano insieme, l'imprenditore deve però essere il più possibile obiettivo senza farsi influenzare dai propri sentimenti e deve saper giudicare sulle capacità dei propri figli, che saranno chiamati in futuro a dirigere l'azienda da soli⁵⁸. Il passaggio generazionale deve essere appunto incentrato sul principio dell'autonomia dell'impresa dalla famiglia. A sua volta, l'imprenditore deve rispettare le scelte e le aspirazioni dei figli che possono non coincidere con le sue. Un caso comune è la cosiddetta crisi da leadership, in cui il fondatore ha costruito l'azienda perfettamente su misura alla sua personalità e alle sua capacità gestionali, e non riesce a sopravvivere ad un cambiamento generazionale.

Figura 6 – Gli step nella successione generazionale



Fonte: adattamento da Tiscini (2001)

Nel caso la famiglia abbia una pluralità di eredi possono sorgere dei problemi. Se le aziende sono *multibusiness*, la soluzione immediata è quella di assegnare ad ogni erede la responsabilità di un'area d'affari differente, o se le tensioni sono eccessivamente forti, scomporre addirittura l'azienda in più entità giuridiche autonome. Questo è possibile, se i pretendenti alla leadership non sono così numerosi e se è possibile rintracciare nell'azienda diverse aree strategiche.

⁵⁸ R. Tiscini. *Il valore economico delle aziende di famiglia*, op.cit., p.72.

Se così non è, è preferibile che sia la parte più forte, per quanto riguarda sia l'aspetto finanziario che le capacità, ad acquisire l'intera proprietà e a portare avanti il nome della famiglia nell'azienda⁵⁹.

Un aspetto importante da rilevare nel processo successorio è quello dello sviluppo, della condivisione e del trasferimento delle competenze.

Le risorse e le competenze acquisite negli anni dall'azienda possono essere viste come un vantaggio competitivo, *distinctive familiness*; tuttavia se invece tale vantaggio non viene sfruttato e tali competenze non vengono gestite correttamente e avranno un impatto negativo, si parlerà invece di *constrictive familiness*⁶⁰.

Quali tipi di competenze vengono trasferite?

- le competenze specifiche che riguardano il settore, come la conoscenza dei mercati di approvvigionamento, dei clienti, dei competitors e quelle che riguardano i processi di trasformazione specifici e la formula imprenditoriale;
- le competenze organizzative, relativamente alle tecniche manageriali che sono state sviluppate nel tempo in coerenza con le effettive esigenze aziendali;
- le competenze nella gestione familiare, ovvero la capacità di guidare e controllare l'azienda e la fiducia e la comunicazione tra i diversi membri della famiglia.

È necessario selezionare solo quelle che risultano più adeguate agli scenari economici del momento, abbandonando quelle diventate ormai obsolete.

La riuscita del processo successorio dipende quindi sia dai comportamenti della generazione già presente in azienda sia di quella emergente.

Se la prima ha un'elevata disponibilità alla delega dei poteri e alla collaborazione e la seconda ha competenze innovative e riesce a trasferirle gradualmente senza creare una netta rottura con l'impostazione passata, si creano i presupposti migliori perché il processo di successione avvenga senza traumi e con successo⁶¹.

Il rispetto dei caratteri di economicità della struttura produttiva, la volontà di garantire la meritocrazia nei processi e di selezionare solo coloro che hanno una reale

⁵⁹ R. Tiscini. *Il valore economico delle aziende di famiglia*, op.cit., pp. 122-124.

⁶⁰ M.Bonti, E. Cori. *Organizzazione e competenze nelle imprese familiari* in L. Del Bene, N. Lattanzi, G. Liberatore, *Aziende familiari e longevità economica*, op. cit., p. 216 e seguenti.

⁶¹ R. Tiscini. *Il valore economico delle aziende di famiglia*, op.cit., p.124 e seguenti.

predisposizione alla gestione e al comando, permette di garantire con successo la familiarità dell'azienda nei cicli di vita successivi al primo e di raggiungere anche nel medio lungo periodo un equilibrio economico duraturo⁶².

7 – Governance e organizzazione nelle family business

La *corporate governance* all'interno delle imprese familiari gioca un ruolo molto importante: definisce i ruoli e i meccanismi che ogni soggetto detiene all'interno dell'azienda, persegue gli obiettivi strategici aziendali e promuove lo sviluppo e la creazione di valore all'interno dell'impresa.

Rispetto agli altri tipi di aziende, la *governance* di quelle familiari presenta caratteri più complessi, a causa della relazione, che come abbiamo visto più volte, esiste tra proprietà, azienda e famiglia⁶³.

Da un punto di vista formale, gli organi di governo nelle società familiari sono nella maggior parte gli stessi che sono presenti in tutte le altre, ma tuttavia assumono funzioni e rilevanza differenti. Inoltre si sono affermati ulteriori organi e ulteriori strumenti che caratterizzano invece solo questa tipologia d'azienda, come il Consiglio di Famiglia e i patti familiari (Figura 7).

Le forme di governo assunte dalle imprese risentono di numerose variabili, quali la generazione presente, lo status o meno di società quotata, il controllo di una o più famiglie, il numero di soggetti familiari coinvolti in azienda e così via⁶⁴.

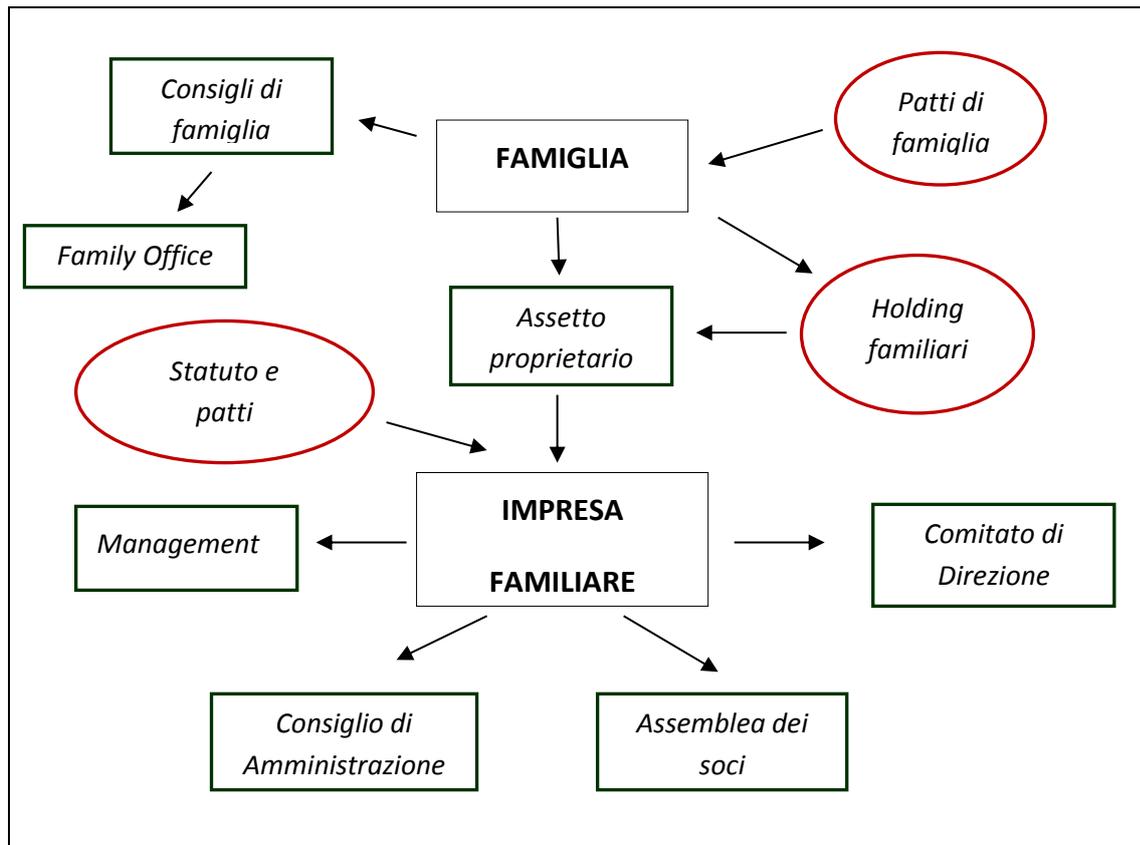
Gli assetti di governo delle *family business* sono tendenzialmente statici: dopo aver raggiunto un equilibrio coerente con l'ambiente circostante e condiviso dai vari soggetti, gli organi di governo si modificano solo conseguentemente ad eventi straordinari, come per la successione generazionale o per un cambio nella proprietà.

⁶² A. Kunz. *La successione generazionale*, op.cit., p.181.

⁶³ P. Di Toma. *La corporate governance nelle imprese famigliari* in L. Del Bene, N. Lattanzi, G. Liberatore, *Aziende famigliari e longevità economica*, op. cit., p. 55.

⁶⁴ A. Pugliese. *Assetti proprietari e meccanismi di governance nelle imprese familiari italiane* in E. Viganò, *La sensibilità al valore nell'impresa familiare*, op.cit, p. 94 e seguenti.

Figura 7 – La corporate governance nelle imprese famigliari



Fonte: elaborazione personale

Un ruolo rilevante, che incide molto sui meccanismi di *governance*, è assunto dalla compagine proprietaria, la quale esprime le sua volontà attraverso la partecipazione all'Assemblea dei soci. Il compito della proprietà è quello di individuare gli obiettivi primari dell'azienda ed ha un'influenza differente a seconda del grado di concentrazione della partecipazione, della tipologia e numerosità dei soggetti proprietari e dell'effettiva ingerenza dei familiari nell'attività di famiglia.

Le aziende italiane presentano un assetto proprietario molto omogeneo e di rado il capitale è aperto a soggetti esterni alla famiglia, in quanto è convinzione che l'impresa debba rimanere un cosiddetto "affare di famiglia"⁶⁵.

L'assemblea dei soci, nelle aziende nelle prime fasi, è costituita solitamente solo dal fondatore e dal coniuge ed ha funzioni poco rilevanti.

⁶⁵ A. Pugliese. *Assetti proprietari e meccanismi di governance*, op.cit., p. 99 e seguenti.

Nella fase di espansione e ancora di più in quella di maturità, la proprietà si amplia ed è necessario non solo assegnare le quote alle nuove generazioni, ma soprattutto che l'assemblea dei soci funzioni effettivamente e che sia un luogo di confronto e di scambio di opinione con gli amministratori⁶⁶.

7.1 – Il Consiglio di Amministrazione e gli altri organi di governo e direzione

Il Consiglio di Amministrazione è uno degli organi più importanti nel sistema di *corporate governance* al quale è affidata la gestione ed ha il compito di definire e perseguire gli obiettivi strategici della società e le varie politiche aziendali⁶⁷.

Anche nelle imprese familiari riveste un ruolo fondamentale.

Innanzitutto bisogna precisare che il CdA rappresenta un organo dell'impresa e non della famiglia, e quindi non ha il compito di risolvere per esempio le controversie che riguardano direttamente i familiari, ma quello di garantire continuità e prosperità all'azienda⁶⁸. Vedremo poi che ci sono altri organi come il Consiglio di Famiglia o i Comitati che invece sono adibiti proprio a limitare le dispute interne.

Nelle fasi iniziali della vita aziendale o nelle imprese di minori dimensioni si ha un unico amministratore che coincide, così come per la proprietà, con il fondatore. Esso accentra tutti i poteri e le responsabilità e prende autonomamente le decisioni fondamentali.

Al crescere delle dimensioni e della complessità, la funzione decisionale viene allargata anche ai figli e ai successori. È diffusa la tendenza in Italia ad attribuire incarichi sia manageriali che di governo secondo criteri non meritocratici, preferendo assegnare le cariche a soggetti appartenenti al nucleo familiare anziché a soggetti esterni, ma più competenti⁶⁹. Anzi, più la struttura proprietaria è concentrata nelle mani di un'unica famiglia, più è probabile che nel Consiglio di Amministrazione vi siano soltanto familiari.

⁶⁶ R. Tiscini. *Il valore economico delle aziende di famiglia*, op.cit., p.97.

⁶⁷ Vedi Art.1 del Codice di Autodisciplina del 2011.

⁶⁸ A. Pugliese. *Aspetti proprietari e meccanismi di governance*, op.cit., p. 106.

⁶⁹ R. Tiscini. *Il valore economico delle aziende di famiglia*, op.cit., p.97-98.

Tuttavia in imprese di medie-grandi dimensioni si sente l'esigenza di delegare una parte delle funzioni anche a soggetti esterni, i quali riescono ad esaminare i vari problemi e a prendere decisioni in modo oggettivo senza esserne coinvolti sentimentalmente.

Il CdA esercita nelle aziende familiari, le tipiche funzioni di governo dell'azienda, ma può ha anche avere alcuni compiti specifici⁷⁰, come:

- rappresentare ogni diverso ramo familiare garantendo l'unità familiare;
- bilanciare le esigenze di funzionamento dell'impresa con gli interessi familiari;
- predisporre piani per il futuro riguardanti il patrimonio, la successione e la pianificazione strategica;
- garantire il rispetto degli equilibri fra i soci;
- comunicare agli altri familiari non direttamente coinvolti nella gestione gli orientamenti strategici dell'azienda, i fabbisogni finanziari e l'effettivo andamento dell'impresa;
- esercitare la funzione di controllo e valutazione dei risultati conseguiti per tutelare i soci che non fanno parte del top management.

Gli amministratori sono nominati dall'Assemblea dei soci che, attraverso lo statuto o apposite delibere ne definiscono anche i poteri.

All'interno del CdA bisogna distinguere tra gli amministratori che hanno funzioni esecutive da quelli che invece non le hanno. Gli amministratori esecutivi sono nominati all'interno del CdA e comprendono gli amministratori delegati e tutti coloro che ricoprono incarichi direttivi, i quali hanno uno specifico ruolo nell'elaborazione delle strategie aziendali e a cui sono affidate deleghe operative⁷¹. Essi coincidono solitamente con il cosiddetto *top management*.

Per contribuire al buon funzionamento del Consiglio di Amministrazione è auspicabile, come abbiamo già accennato precedentemente, l'intervento nel Consiglio

⁷⁰ R. Tiscini. *Il valore economico delle aziende di famiglia*, op.cit., p.97-98. Vedi anche P. Di Toma. *La corporate governance nelle imprese familiari*, op. cit., p. 58 e seguenti.

⁷¹ Vedi Art. 2 del Codice di Autodisciplina.

di membri esterni. Non si tratta di amministratori indipendenti⁷², bensì di consiglieri che non abbiano nessun legame con la famiglia proprietaria.

Il consigliere esterno può contribuire al miglioramento del funzionamento del CdA e alla qualità delle decisioni che vi vengono adottate perché riesce ad esprimere i suoi giudizi in maniera indipendente contrastando quando necessario le opinioni del vertice aziendale e a separare maggiormente l'azienda dalla famiglia.

È opportuno che il consigliere esterno abbia ottime doti relazionali e che goda di stima e fiducia da parte della compagine familiare in modo che possa dare un contributo anche per quanto riguarda la gestione dei contrasti all'interno della famiglia⁷³.

I componenti esterni possono essere non solo semplici consiglieri, ma avere un ruolo più incisivo anche nel management e addirittura possono essere nominati *Chief Executive Officer* (CEO), che è il ruolo più alto nel management aziendale⁷⁴. I manager esterni infatti solitamente, grazie alla loro formazione, hanno più competenze e conoscenze tecniche rispetto ai *family manager*, le quali possono essere applicate a numerosi settori economici.

Secondo l'*Agency Theory*, tra azionisti e manager possono nascere dei conflitti perché vengono perseguiti interessi differenti e possono essere fatti convergere solamente attraverso strutture di controllo e politiche di incentivazione economica.

Le decisioni dei manager sono orientate a privilegiare la posizione economica, le competenze, il prestigio e l'immagine dell'azienda anziché la sola remunerazione del capitale proprio, perseguita invece dai soci, anche se un certo livello deve poter essere comunque garantito per distribuire dividendi accettabili. Il CdA è visto come il principale meccanismo che consente ai proprietari di monitorare l'operato del management ed è importante la presenza di amministratori esecutivi che non siano in conflitto d'interesse⁷⁵.

La *Stakeholder Theory*, prevede che l'azienda possa trarre maggior beneficio se i manager tengano conto degli interessi, non solo degli azionisti, ma di tutti gli *stakeholder*, ovvero dei portatori d'interesse verso l'azienda.

⁷² Gli amministratori indipendenti sono coloro che sono richiesti nelle società quotate e che non intrattengono rapporti con la società tali da condizionarne il giudizio e l'autonomia. Vedi Art. 3 del Codice di Autodisciplina.

⁷³ R. Tiscini. *Il valore economico delle aziende di famiglia*, op.cit., p. 100.

⁷⁴ V. Maggioni, M. Del Giudice. *Affari di famiglia*, op.cit., p.163 e seguenti.

⁷⁵ A. Pugliese. *Aspetti proprietari e meccanismi di governance*, op.cit., p. 92.

Solitamente il fatto che nelle più piccole imprese familiari si abbia la sovrapposizione tra manager e proprietà riduce il rischio che le due categorie perseguano finalità differenti e riduce i costi di agenzia e monitoraggio. Tuttavia non dobbiamo dimenticare gli attriti che esistono invece tra i soci gestori e non gestori.

Nel tempo l'*Agency Theory* è stata superata dalla *Stewardship Theory*, secondo la quale si ha invece una certa omogeneità degli interessi delle due categorie perché entrambe finalizzate alla sopravvivenza e al successo dell'impresa.

Ciò è possibile creando un rapporto di tipo personale, diretto, duraturo con il manager e un clima che favorisca l'identificazione del manager con l'azienda, uniti ad un'adeguata remunerazione che sia gratificante e allo stesso tempo lo motivi e lo trattenga all'interno dell'azienda, come per esempio l'assegnazione di bonus e di quote azionarie⁷⁶.

Nell'ambito degli organi di governo delle aziende familiari, non possiamo trascurare i meccanismi di *governance* informali, come i cosiddetti *kitchen table*, ovvero le riunioni informali tra i familiari in cui vengono prese decisioni anche rilevanti, e alcuni ulteriori organi utilizzati come il Consiglio di Famiglia e il Comitato di Direzione⁷⁷.

Il Consiglio di Famiglia è un organo composto da tutti i familiari proprietari di quote di capitali dell'impresa che monitora le relazioni tra famiglia e impresa e funge da mediatore tra gli interessi familiari e quelli aziendali. È un luogo in cui i membri si scambiano idee e opinioni senza interferire sulla conduzione dell'impresa ed particolarmente utile nelle imprese familiari aperte o allargate per gestire i fenomeni di raffreddamento dei soci e di deriva generazionale⁷⁸. In alcune casi il Consiglio può dare vita ad un vero e proprio *Family Office*, istituzionalizzando compiti e regole⁷⁹.

Nel caso in cui i membri della famiglia abbiano il presidio diretto della gestione, vengono costituiti i Comitati di Direzione per coordinare le scelte e mantenere un equilibrio tra i famigliari impegnati attivamente e tra questi e i membri esterni. L'introduzione di un Comitato permette di aumentare il livello di

⁷⁶ L. Del Bene. *La funzione imprenditoriale e la funzione manageriale* in L. Del Bene, N. Lattanzi, G. Liberatore, *Aziende famigliari e longevità economica*, op. cit., p. 88 e seguenti.

⁷⁷ A. Pugliese. *Aspetti proprietari e meccanismi di governance*, op.cit., p. 96.

⁷⁸ G. Corbetta. *Le imprese familiari*, op.cit., p. 188 e seguenti.

⁷⁹ E. Viganò, *La sensibilità al valore nell'impresa familiare*, op.cit., p. 406.

professionalizzazione, ovvero lo sviluppo di competenze manageriali in capo ai membri della famiglia, e a motivare i dirigenti esterni, facendoli sentire parte della famiglia⁸⁰.

7.2 – Strumenti per il mantenimento del controllo familiare

La famiglia, nell'esercizio della sua impresa, può decidere di introdurre alcuni strumenti che le permettano di mantenere il controllo e la proprietà nelle sue mani.

L'esigenza di regole e strutture ad hoc possono sorgere in qualsiasi momento di vita dell'azienda, ma in particolare durante la pianificazione del passaggio generazionale.

Gli strumenti utilizzati sono:

- i patti di famiglia;
- le regole stabilite nello statuto e nei patti parasociali;
- le *holding* familiari.

I patti di famiglia

Il patto di famiglia è un documento, relativamente recente, che contiene un insieme di principi e regole, chiare e condivise, sui rapporti tra famiglia e impresa⁸¹.

Può essere redatto in forma scritta oppure essere in forma orale attraverso un patrimonio di regole non formalizzato che viene tramandato di generazione in generazione. Solitamente la prima forma è poco utilizzata e viene adottata solo dalle imprese medio-grandi.

Le regole familiari sono adatte a tutti i tipi di società familiari, dalle società individuali alle società di capitali, e nonostante il documento sia estremamente flessibile, il patto di famiglia presenta una certa uniformità nel suo contenuto in aziende anche diverse fra loro ed è volto principalmente a mantenere il capitale chiuso ad estranei⁸².

Gli argomenti che vengono disciplinati sono principalmente:

- la modalità di reclutamento, la remunerazione e la carriera dei membri della famiglia;

⁸⁰ V. Maggioni, M. Del Giudice. *Affari di famiglia*, op.cit., p.119-120.

⁸¹ W. Zocchi. *Il family business*, op.cit., p.61 e seguenti.

⁸² A. Pugliese. *Aspetti proprietari e meccanismi di governance*, op.cit., p. 111 e seguenti.

- il ruolo e la composizione degli organi collegiali di governo della famiglia e dell'impresa;
- le regole da seguire in caso di conflitto;
- le modalità di tutela e trasferimento del patrimonio nell'ambito della famiglia;
- il trasferimento delle quote nella successione e la liquidazione delle quote dei soci recedenti.

È quindi non solo uno strumento che permette di mantenere unita e coesa una famiglia evitando possibili incomprensioni, ma anche un efficace strumento di gestione e pianificazione. Qualsiasi tipologia di patto familiare deve essere redatto in un clima di serenità e armonia, in modo da affrontare per tempo i problemi che emergono, ed è consigliato modificarlo ogni volta che le condizioni interne ed esterne cambino.

Affinché il patto si dimostri efficace, è necessario che venga condiviso da tutti i soggetti coinvolti anche se non implica di per sé il rispetto delle norme concordate da parte dei familiari⁸³.

La disciplina dei patti di famiglia è stata riconosciuta anche a livello normativo in ambito successorio, con la Legge n. 55 del 14 febbraio 2006, per regolare il trasferimento dell'azienda o delle partecipazioni societarie ad uno o più eredi in modo da evitare rivendicazioni sull'azienda o sulle quote da parte degli altri discendenti⁸⁴.

Lo statuto e i patti parasociali

Ogni società, nel momento della costituzione, viene dotata di uno statuto, in cui si definisce l'oggetto sociale e si stabiliscono i diritti e i doveri dei soci e i poteri degli amministratori. I membri della famiglia possono decidere di introdurre delle clausole che definiscono temi particolari che ritengono opportuno formalizzare.

Uno statuto ben fatto riduce i motivi di scontro nell'impresa familiare e nella famiglia, ed è appunto uno strumento per superare le crisi e le conflittualità.

Accanto allo statuto, troviamo i cosiddetti patti parasociali che sono accordi extrastatutari con i quali i soci familiari, o alcuni di essi, regolano alcuni aspetti del loro rapporto sociale ad integrazione o modifica di quanto previsto dallo statuto.

⁸³ A. Lazzini. *Il ruolo della famiglia nell'azienda familiare*, op. cit., p.205.

⁸⁴ P. Di Toma. *La corporate governance nelle imprese familiari*, op. cit., p. 73-74.

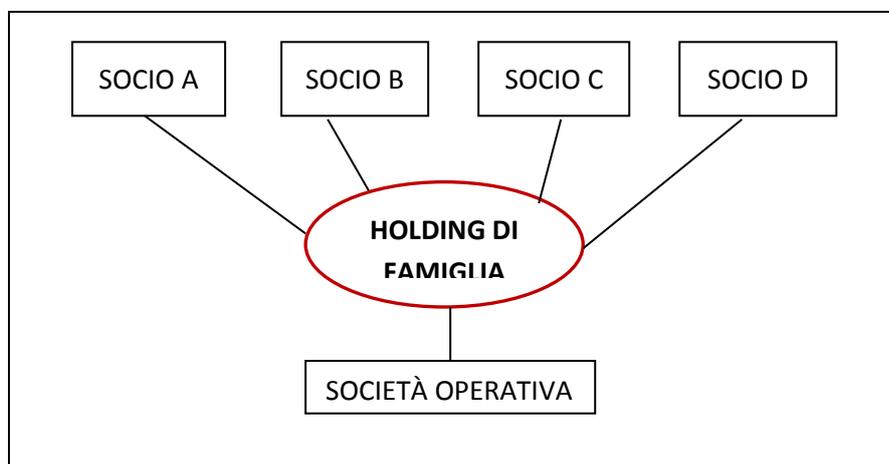
I patti parasociali sono finalizzati generalmente ad impedire l'ingresso di terzi estranei nella proprietà, assicurare una dato assetto proprietario e il rispetto di alcune convenzioni di voto. Essi devono essere comunicati alla società, ma producono i loro effetti esclusivamente fra le parti, mentre sono irrilevanti nei confronti di terzi e della società.

L'inserimento di regole familiari all'interno dei patti parasociali è meno vincolante rispetto all'inserimento nello statuto. In quest'ultimo le regole sono applicabili invece a tutti i soci, anche futuri, e hanno durata corrispondente alla vita aziendale⁸⁵.

Le holding familiari

Una *holding* è una società che possiede partecipazioni in altre società ed è incaricata ad effettuare il coordinamento degli indirizzi strategici delle diverse società controllate. Un tipo di *holding* particolare è la *holding* familiare (Figura 8). In Italia è una struttura molto utilizzata, soprattutto per mantenere il controllo della famiglia sull'impresa e facilitare il passaggio generazionale.

Figura 8 – Holding familiare



Fonte: Di Toma (2012)

Le *holding* permettono di perseguire molteplici obiettivi, tra cui quello di accentrare alcune funzioni comuni delle imprese in capo alla *holding* (come la finanza o la

⁸⁵ W. Zocchi. *Il family business*, op.cit., p.68 e seguenti.

tesoreria), di sfruttare le sinergie e le economie di scala, di semplificare i processi decisionali e di sfruttare eventuali vantaggi fiscali⁸⁶.

Nello specifico, le *holding* di tipo familiare permettono di⁸⁷:

- risolvere i problemi della deriva generazionale e blindare il controllo dell'azienda in mano alla famiglia custodendo il patrimonio aziendale familiare.

Talvolta si assiste anche alla moltiplicazione di holding, una per ciascun ramo familiare per ridurre il numero di soggetti che partecipano direttamente alle decisioni delle società operative e introducendo un meccanismo di rappresentanza;

- creare un filtro tra la proprietà familiare e l'operatività delle imprese sottostanti che consente di gestire meglio le tensioni di famiglia, affrontare tematiche che riguardano i rapporti impresa-famiglia, e la selezione e valutazione degli organi direttivi e di governo. In alcuni casi si ricorre anche a *sub-holding* per creare ulteriori filtri con l'attività operativa, ma queste "scatole cinesi" sono solitamente poco gradite al mercato finanziario⁸⁸;
- sfruttare la leva azionaria, mediante la quale le imprese familiari, tradizionalmente dotate di un limitato capitale proprio, possono attraverso la creazione di una catena di imprese, controllare un rilevante ammontare di risorse con un impegno finanziario minimo, e reperire agevolmente le risorse finanziarie a titolo di capitale di prestito.

Secondo uno studio effettuato sulle *holding* dei gruppi familiari a controllo familiare da G. Corbetta, A. Zattoni e F. Quarrato nel 2012, la funzione principale delle *holding* italiane è quella di controllo e si osserva che le aziende familiari controllate da una *holding* convengono in termini di redditività e performance rispetto alle altre soprattutto se la struttura non è troppo complessa. Tuttavia, una *holding* familiare è soggetta a elevati costi di riorganizzazione e a una duplicazione di costi societari e amministrativi.

⁸⁶ E. Cinque. *Holding, sub-holding e trust nel family business in italiane* in E. Viganò, *La sensibilità al valore nell'impresa familiare*, op.cit., pp. 337-338.

⁸⁷ E. Cinque. *Holding, sub-holding e trust nel family business*, op.cit., p.338 e seguenti.

⁸⁸ E. Viganò. *La sensibilità al valore nell'impresa familiare*, op.cit., p. 409.

8 – La gestione del patrimonio familiare

Spesso parlando di azienda familiare si trascura un altro aspetto importante, quello patrimoniale. Il patrimonio è un insieme di vari elementi che comprendono sia risorse tangibili, come immobili, partecipazioni e obbligazioni, liquidità, opere d'arte, rendite, sia risorse intangibili, come marchi e brevetti.

Soprattutto nelle piccole imprese, il patrimonio familiare, è soggetto ad una continua commistione con il patrimonio aziendale e può essere utilizzato in alcuni casi da parte dell'azienda per far fronte ad esigenze di stabilità e mancanza di risorse.

Il rischio derivante è quello di raggiungere uno squilibrio finanziario che può portare alla perdita di valore della società e al rischio di conflitti familiari, soprattutto se le decisioni sono prese solo da alcuni membri⁸⁹.

Per cui solitamente le imprese di famiglia medio-grandi, che presentano caratteristiche specifiche in termini di rilevanza del patrimonio e degli assetti proprietari e di governo, necessitano di una struttura apposita che risponda alle loro esigenze: il *Family Office*.

Il *Family Office* è una struttura professionale, composta da un team di professionisti altamente specializzati, che offre vari servizi, sia finanziari che non finanziari, alle famiglie proprietarie ed ha il compito di amministrare e preservare la ricchezza da questa creata e di gestire l'intero patrimonio di famiglia per garantirne il passaggio generazionale. Non sempre tutte le competenze necessarie sono disponibili all'interno di tale struttura e in quel caso si ricorre ad esperti esterni o a società appositamente organizzate per offrire servizi ai vari *Family Office*.

È un servizio adatto soprattutto a quelle famiglie più facoltose con patrimoni importanti, ma in Italia è ancora poco conosciuto a causa della prevalente presenza delle imprese di piccola dimensione e dello scarso interesse che gli imprenditori hanno

⁸⁹ N. Lattanzi. *Il patrimonio della famiglia tra Family Business e Family Office* in L. Del Bene, N. Lattanzi, G. Liberatore, *Aziende familiari e longevità economica*, op. cit., pp. 342-343.

verso la dinamica finanziaria, anche se potrebbe essere comunque un valido strumento a supporto delle imprese di minore dimensione⁹⁰.

Spesso viene confuso con l'attività di *Private Banking* e di *Private Wealth Management*, che sono attività svolte solitamente da un istituto bancario⁹¹.

Il Family Office invece è una struttura indipendente da qualsiasi istituzione, immune da conflitti d'interesse e non si occupa soltanto della situazione finanziaria della famiglia, ma di svariate attività in ambiti differenti che sono diverse a seconda delle caratteristiche specifiche dell'impresa e delle esigenze del nucleo familiare.

Per esempio, si può interessare della *governance*, del ricambio generazionale, della comunicazione e risoluzione di controversie nella famiglia, ma anche dei problemi che sorgono in caso di divorzio, della gestione del piano filantropico, dell'amministrazione della piattaforma tecnologica familiare e così via⁹².

I *Family Office* si distinguono in: *single family office* e *multi family office*. I primi sono una struttura creata su iniziativa della famiglia stessa destinata a soddisfare i bisogni e amministrare il patrimonio della propria famiglia; i secondi forniscono servizi a più famiglie per accorpare risorse finanziarie e competenze, e sono i più comuni perché permettono, attraverso la realizzazione di economie di scala, di diminuire i costi del servizio, ma la difficoltà principale è quella del difficile coordinamento tra i bisogni delle diverse famiglie clienti.

Ogni tipo di *Family Office* deve essere organizzato con una precisa forma giuridica: solitamente si costituisce o una società a responsabilità limitata o una società per azioni, ma può essere anche utilizzata una società di intermediazione mobiliare, e non si esclude nemmeno la possibilità che il *Family Office* corrisponda a una divisione o ad un reparto dell'azienda di famiglia.

Prima di organizzare il patrimonio aziendale in questo modo è necessario però che la famiglia imprenditoriale quantifichi e individui il proprio patrimonio complessivo⁹³.

⁹⁰ M. Mauro. *Il ruolo della funzione finanza nelle aziende a proprietà familiare. L'influenza sul valore*. in E. Viganò, *La sensibilità al valore nell'impresa familiare*, op.cit., pp. 132-133.

⁹¹ Il *private banking* è un insieme di servizi finanziari che vengono offerti dalla banca alla clientela con un elevato grado di personalizzazione; il *wealth management* va oltre la semplice gestione finanziaria e offre servizi più complessi, come la pianificazione finanziaria e di investimento. N. Lattanzi. *Il patrimonio della famiglia tra Family Business e Family Office*, op. cit., p. 329 e seguenti.

⁹² M. Mauro. *Il ruolo della funzione finanza nelle aziende a proprietà familiare*, op.cit., pp. 134.

⁹³ W. Zocchi. *Il family business*, op.cit., p. 233 e seguenti.

9 – Peculiarità delle imprese familiari: punti di forza e di debolezza

Il *family business*, come abbiamo visto, è la tipologia più diffusa nel tessuto produttivo italiano caratterizzato da un stretto rapporto con la famiglia che è restia a qualsiasi interferenza e controlla e gestisce l'azienda apportando la propria cultura ed esperienza.

L'aggettivo “*family*” nelle aziende italiane è considerato un vantaggio competitivo in quanto il consumatore si sente protetto e garantito dal fatto che dietro ad un'entità vi sia una famiglia, con sentimenti ed emozioni, a gestire l'attività⁹⁴.

Tuttavia presentano numerosi limiti, evidenziati da molti studi al riguardo, di cui abbiamo già trattato e che riportiamo qui di seguito⁹⁵:

- ❖ la costruzione dell'impresa attorno alla figura del fondatore-leader comporta il rischio che alla sua scomparsa possano sorgere delle difficoltà, riguardanti la relazione con i clienti, fornitori, banche e tutti gli *stakeholder*, perché vengono meno le competenze, la fiducia e la reputazione che avevano caratterizzato la relazione iniziale. Il momento della successione è un momento cruciale che può creare dissidi tra gli eredi;
- ❖ l'informalità delle relazioni tra i familiari può portare all'assenza di un'organizzazione formale e determinare una sovrapposizione di ruoli e la nascita di conflitti tra i componenti della famiglia. Inoltre spesso la pianificazione strategica e la regolamentazione riguardante la *governance* è carente;
- ❖ qualsiasi ingerenza esterna, anche se portatrice di nuove idee, viene spesso osteggiata;
- ❖ il familismo può costituire un freno alla crescita perché vista come una minaccia al mantenimento del controllo da parte della famiglia. Le imprese familiari tendono a preservare la chiusura dell'azienda con anche effetti negativi sulla definizione di alleanze e accordi;

⁹⁴ W. Zocchi. *Il family business*, op.cit., p.26.

⁹⁵ F. La Rosa. *Rischio e finanziamento nell'impresa familiare* in L. Del Bene, N. Lattanzi, G. Liberatore, *Aziende familiari e longevità economica*, op. cit., p. 300 e seguenti.

- ❖ soprattutto le piccole imprese sono avverse al rischio e all'innovazione e il pericolo è quello di non riuscire più a competere sul mercato. Inoltre sono restie ad abbandonare le tecnologie obsolete e a sostituirle con quelle più moderne;
- ❖ la commistione tra patrimonio aziendale e patrimonio familiare potrebbe portare ad un equilibrio finanziario precario;
- ❖ la scarsità di risorse, la mentalità conservativa e l'assenza di *network* di riferimento limitano le aziende verso un'apertura internazionale;
- ❖ dal punto di vista finanziario, come vedremo più nello specifico nel prossimo capitolo, si ha una reticenza nell'apertura del capitale di rischio e la preferenza al ricorso all'autofinanziamento e al capitale bancario.

In Italia, inoltre si riscontrano ulteriori caratteristiche negative, tra cui l'eccesso di burocrazia, elevati costi tributari, forza lavoro poco flessibile che limitano di fatto la crescita e lo sviluppo delle *family business*⁹⁶.

Quali sono invece i punti di forza che le caratterizzano⁹⁷?

Tra i tanti lati positivi, possiamo elencare:

- ✓ l'orientamento al lungo periodo e una minore attitudine alla cessione della proprietà a terzi. Ciò comporta una maggiore attenzione alla salvaguardia dell'impresa;
- ✓ motivazione, impegno e spirito di sacrificio. La maggior dedizione e lo spirito di appartenenza e di identificazione con la famiglia spingono l'azienda verso un continuo miglioramento e all'accrescimento di qualcosa di proprio. In condizioni di difficoltà, dove tutti gli altri lascerebbero la guida dell'azienda, i componenti della famiglia sono invece disposti a fare dei sacrifici pur di risollevarla e ottenere maggior prosperità nel futuro;
- ✓ fedeltà nel tempo delle risorse umane: il clima familiare si ripercuote all'interno dell'azienda con un forte attaccamento tra non solo i membri della famiglia, ma anche per esempio tra i dipendenti storici, che in alcuni casi vengono considerati alla stregua dei primi;

⁹⁶ W. Zocchi. *Il family business*, op.cit., pp. 258-259.

⁹⁷ R. Viganò. *Valore del family business e valutazione strategica* in E. Viganò, *La sensibilità al valore nell'impresa familiare*, op.cit., p. 363 e seguenti.

- ✓ rapidità dei processi decisionali e profonda conoscenza tra i soci che velocizza le dinamiche interne;
- ✓ il controllo della famiglia non riduce o impedisce la crescita e lo sviluppo dell'azienda se accompagnata da una sviluppata cultura manageriale e quindi da un *top management* efficace e competente.

Per sostenere la sopravvivenza delle *family business* e la continuità di impresa è necessario superare i limiti presenti nella *governance* riguardo l'interazione tra il sistema famiglia e il sistema impresa. I valori imprenditoriali e familiari devono essere condivisi da tutti coloro che sono impegnati in azienda, familiari o non familiari che siano, ed è necessaria la presenza di un clima sereno e partecipativo⁹⁸.

Coloro che guidano l'azienda devono essere capaci di formulare una strategia di crescita coerente con le dinamiche ambientali, settoriali e di mercato e con il patrimonio di risorse posseduto.

Tra i “consigli” dati dall'Osservatorio AUB alle aziende familiari e alle famiglie imprenditoriali per rilanciare la competitività delle business family italiane, troviamo quelli di⁹⁹:

- evitare la convivenza forzata tra le varie generazioni;
- pianificare per tempo la successione generazionale;
- bilanciare in modo corretto una leadership familiare con un CdA familiare;
- evitare il cosiddetto “*glass ceiling*”, cioè non bisogna ostacolare le categorie più deboli, in particolare le donne, nel fare carriera in azienda;
- radicare una cultura meno familiare che permetta di selezionare i membri della famiglia al governo sulla base di logiche meritocratiche invece che in virtù dell'appartenenza alla famiglia di controllo;
- aumentare le competenze per permettere all'impresa di crescere e di espandersi in nuovi mercati o di consolidare la propria posizione in mercati già presidiati.

⁹⁸ V. Maggioni, M. Del Giudice. *Affari di famiglia*, op.cit., p.30 e seguenti.

⁹⁹ Vedi Executive Summary V^a edizione.

In conclusione, possiamo dire che le imprese familiari offrono elevate prestazioni e garanzie di successo a patto che vi sia un giusto equilibrio tra famiglia e azienda e che la cultura imprenditoriale sia elevata e diffusa.

L'impresa familiare ideale è quella in cui si mescolano spirito imprenditoriale e competenze manageriali adeguate, innovazione e tradizione, che consenta di vedere con chiarezza la reale situazione dell'impresa e del mercato, le possibilità di crescita e di sviluppo e che riesca a valutare con distacco le inefficienze interne e i rischi che si possono contrarre¹⁰⁰. Solo in questo modo si possono ottenere i risultati migliori.

¹⁰⁰ C.F. Montecamozzo. *Guida al passaggio generazionale nelle PMI*, op.cit., p. 32.

CAPITOLO 2

L'approvvigionamento di capitali nelle imprese familiari e il ricorso alla quotazione

SOMMARIO: 1. Le fonti di approvvigionamento nelle imprese familiari – 1.1. Le fonti endogene di proprietà – 1.2. Le fonti endogene di terzi – 1.3. Le fonti esogene – 2. La composizione della struttura finanziaria nelle imprese familiari italiane – 3. La convenienza alla quotazione - 3.1. I benefici della quotazione – 3.2. Gli svantaggi della quotazione - 4. Il processo di quotazione - 4.1. La scelta del mercato e del segmento di riferimento – 4.2. I requisiti richiesti – 4.3. L'iter di quotazione sui mercati regolamentati - 4.4. L'iter di quotazione su AIM Italia/MAC (cenni) - 5. Il procedimento inverso: il *delisting* – 5.1. Il *delisting* involontario – 5.2. Il *delisting* volontario – 6. Le principali motivazioni al *delisting*.

1 – Le fonti di approvvigionamento nelle imprese familiari

Nel capitolo precedente abbiamo analizzato le caratteristiche peculiari delle aziende familiari, partendo dall'aspetto definitorio e giungendo, attraverso l'analisi dei singoli elementi, alla determinazione dei punti di forza e di debolezza rispetto agli altri tipi di impresa. Come abbiamo visto nel primo capitolo, le piccole imprese familiari si caratterizzano per una gestione finanziaria semplice legata alla gestione della tesoreria e degli *asset* personali dell'imprenditore. All'aumento della complessità delle esigenze finanziarie, entrano poi in gioco operatori maggiormente specializzati in grado di curare i processi di sviluppo e gestire l'intero patrimonio aziendale.

Tuttavia non abbiamo trattato di quali siano le forme di finanziamento a disposizione delle imprese familiari e i relativi rischi finanziari in cui possono incorrere. Il rischio finanziario dipende dalla composizione tra capitale proprio e capitale di terzi ed è quindi necessario definire una buona struttura finanziaria per evitare influenze negative che si potrebbero avere sullo sviluppo dell'impresa¹.

¹ F. La Rosa. *Rischio e finanziamento nell'impresa familiare*, op.cit., p. 314 e seguenti.

Possiamo dividere le fonti di finanziamento in:

- fonti endogene di proprietà;
- fonti endogene di terzi;
- fonti esogene.

1.1 - Le fonti endogene di proprietà

Le fonti endogene di proprietà sono le fonti interne all'azienda strettamente connesse con la famiglia proprietaria. Si suddividono a loro volta in: capitale proprio, autofinanziamento e patrimonio familiare extra-aziendale¹.

Il capitale proprio

Il capitale proprio è una porzione del capitale dell'impresa, apportata dall'imprenditore o dai soci, rappresentativa della partecipazione al progetto imprenditoriale e pienamente soggetta al rischio d'impresa². Nelle *family business*, l'obiettivo dei familiari impegnati nella gestione, o comunque di quelli che ripongono piena fiducia nelle decisioni del *management*, è quello di mantenere una partecipazione al capitale tale da poter esercitare il controllo e di detenere una certa influenza sull'impresa, arrivando a sfiorare o a raggiungere, a volte, un livello di partecipazione totalitario. Tuttavia l'elevata concentrazione proprietaria e la cosiddetta "sindrome del 51%", presente soprattutto in Italia, possono essere spiegate dalla scarsa conoscenza e dal conseguente scarso utilizzo di metodologie alternative per il mantenimento del controllo con minori investimenti nel capitale di rischio³.

L'autofinanziamento

L'autofinanziamento consiste nella capacità dell'azienda di produrre al suo interno le risorse finanziarie senza ricorrere a nessuna fonte esterna. Per favorire lo sviluppo dell'azienda e ottenere maggiori remunerazioni nel futuro in un'ottica di medio-lungo periodo, i soci possono decidere di rinunciare in tutto o in parte alla distribuzione

¹ F. La Rosa. *Rischio e finanziamento nell'impresa familiare*, op.cit., p. 314.

² Vedi *Glossario* di Borsa Italiana

³ F. La Rosa. *Rischio e finanziamento nell'impresa familiare*, op.cit., p. 317.

dell'utile per reinvestirlo all'interno dell'azienda. I soci impegnati nel governo dell'azienda sono più facilmente disposti a rinunciare, se necessario, ai dividendi di breve periodo rispetto invece a quei soci che non sono impegnati attivamente nella gestione e che richiedono remunerazioni più elevate e più costanti per soddisfare le proprie esigenze personali.

L'autofinanziamento di cui abbiamo appena parlato è quello "proprio", che si basa sulla destinazione di parte dell'utile d'esercizio ad apposite riserve, ma esiste anche quello "improprio", che consiste essenzialmente nell'accantonamento a fine esercizio, in sede di compilazione del bilancio, di quote d'ammortamento e di altri fondi che possono essere poi utilizzati successivamente⁴.

Il patrimonio familiare extra-aziendale

Nelle imprese familiari, soprattutto nelle imprese più piccole non è raro far fronte, in caso di necessità, al patrimonio familiare per soddisfare esigenze di stabilità e liquidità dell'azienda. Inoltre il patrimonio di famiglia costituisce spesso una garanzia nei confronti dei terzi finanziatori. Rappresenta dunque, se la famiglia possiede una struttura finanziaria equilibrata tra partecipazione al capitale della sua impresa e altri beni, uno strumento di diversificazione del rischio, ma potrebbe in caso contrario determinare squilibri e contrasti interni⁵.

Bisogna tener presente che il capitale interno di famiglia non è, come si è soliti credere, a costo zero, ma si deve tener conto del costo-opportunità, ovvero del rendimento che si otterrebbe investendo il proprio capitale in investimenti alternativi.

Al capitale di rischio, e in generale a tutte le fonti endogene di proprietà, non è associato un rendimento minimo, in quanto la remunerazione dovrebbe dipendere dall'ammontare di capitale finanziato, dal rischio globale dell'impresa e dal risultato economico raggiunto. Tuttavia spesso nelle aziende familiari, la remunerazione del capitale proprio non dipende solo da queste variabili, ma anche dai fabbisogni finanziari dell'azienda e dalla tipologia di soci familiari presenti. Solitamente, a causa

⁴ F. La Rosa. *Rischio e finanziamento nell'impresa familiare*, op.cit., p. 318.

⁵ F. La Rosa. *Rischio e finanziamento nell'impresa familiare*, op.cit., p. 318.

delle ingenti risorse necessarie, è più bassa nelle prime loro fasi di vita, mentre è più alta nella fase di maturità⁶. Il rischio finanziario nelle piccole-medie imprese è inoltre difficilmente percepibile in quanto mancano alcuni dati fondamentali, come i giudizi di *rating*⁷ e la correlazione con i rendimenti di mercato.

L'ottenimento di un'elevata remunerazione comunque non è il solo incentivo per l'imprenditore per far crescere e prosperare la propria azienda, ma viene data importanza anche alla possibilità di creare occasioni di lavoro per i discendenti e di riuscire a mantenere un determinato status sociale⁸.

1.2 – Le fonti endogene di terzi

Per fonti endogene di terzi s'intendono quelle fonti che prevedono l'apertura al capitale a membri esterni alla famiglia. Il capitale di rischio esterno comprende i finanziamenti di soci non familiari, ma possiamo includere anche i finanziamenti da parte di quei soci che, seppur familiari, sono disinteressati alla gestione in conseguenza al "fenomeno del raffreddamento"⁹. Inoltre possono partecipare al capitale anche i cosiddetti investitori istituzionali attraverso le varie forme di *Private Equity*.

Il livello massimo di apertura del capitale si ha nel caso di finanziamento attraverso il ricorso al mercato borsistico: in questo caso, anche i piccoli risparmiatori possono partecipare al capitale dell'impresa, attraverso l'acquisto dei titoli azionari.

L'intervento di soci esterni permette di apportare capitale e risorse finanziarie aggiuntive, ma non è ben visto, come abbiamo più volte ribadito, da parte del nucleo familiare in quanto pregiudica il mantenimento del controllo ed è sentito quasi come una sorta di intrusione nella sfera familiare.

Il Private Equity

Per investimento istituzionale nel capitale di rischio, o *Private Equity*, s'intende l'apporto di risorse finanziarie da parte di operatori specializzati nel capitale proprio, o

⁶ R. Tiscini. *Il valore economico delle aziende di famiglia*, op.cit., p. 205.

⁷ Il rating è un giudizio assegnato da un'agenzia specializzata indipendente riguardante il merito di credito di una società emittente titoli o di una particolare emissione di titoli. Vedi Glossario Borsa Italiana.

⁸ R. Tiscini. *Il valore economico delle aziende di famiglia*, op.cit., p. 207.

⁹ R. Tiscini. *Il valore economico delle aziende di famiglia*, op.cit., p. 204.

la sottoscrizione di obbligazioni convertibili in azioni, in un'azienda con ottime prospettive di sviluppo e crescita e guidate da un buon imprenditore. L'intervento istituzionale di tali soggetti è adatto a quelle *family business* in cui i componenti della famiglia insieme agli altri soci condividono lo stesso progetto di sviluppo e dove vi sono rapporti corretti e professionali. L'investimento si estende su un arco temporale di medio-lungo periodo e mira ad incrementare il valore dell'impresa familiare per poi conseguire una plusvalenza nel momento del disinvestimento della partecipazione.

Il *Private Equity* non solo fornisce risorse finanziarie, ma interviene attraverso investimenti costruiti su misura alle imprese e apporta conoscenze e competenze specifiche che permettono sia un miglioramento della gestione sia dell'immagine aziendale e della reputazione nei confronti delle banche e del mercato¹⁰.

L'apertura del capitale di un'impresa ad un socio istituzionale, determina una serie di cambiamenti importanti, soprattutto nelle aziende a carattere familiare. L'investitore, infatti, punta ad aumentare la trasparenza e la qualità della comunicazione, a professionalizzare la gestione e all'introduzione di sistemi di pianificazione, controllo e monitoraggio dei risultati aziendali. Tutto ciò si ripercuote sul livello di separazione tra il patrimonio familiare e quello aziendale, che si fa meno marcato, e su un'attenuazione degli eventuali condizionamenti da parte della famiglia¹¹.

A seconda della fase in cui si trova l'azienda si avranno interventi di soggetti diversi:

- *Venture Capitalist*, che interviene nelle fasi di avvio delle imprese familiari, già dal momento della concezione della *business idea* o, successivamente, nella fase di *start-up*;
- *Private Equity investor*¹², che invece è indirizzato verso investimenti nelle fasi avanzate del ciclo di vita delle aziende in cui vengono perseguiti obiettivi di espansione, innovazione e internazionalizzazione.

Il *Private Equity*, inteso in senso lato, può essere un utile strumento nel momento in cui uno dei membri della famiglia decida di rilevare l'impresa attraverso

¹⁰ F. La Rosa. *Rischio e finanziamento nell'impresa familiare*, op.cit., p. 319.

¹¹ AIFI–PricewaterhouseCoopers. *Guida pratica al Capitale di Rischio: avviare e sviluppare un'impresa con il venture capital e il private equity*, 2000, p. 6.

¹² Il termine "*Private Equity*" viene utilizzato ormai da tutti nella pratica come sinonimo di investitore istituzionale nel capitale di rischio, ma in senso stretto indica le operazioni di investimento realizzate solo nelle fasi di ciclo di vita superiori a quelle iniziali. AIFI–PricewaterhouseCoopers. *Guida pratica al Capitale di Rischio*, op.cit., p. 8.

un'operazione di acquisizione, il cosiddetto *family buy out*, in conseguenza al calo motivazionale degli altri componenti; l'investitore può così dare un rilevante contributo, occupandosi anche della strutturazione dell'operazione¹³.

Inoltre il *Private Equity* può essere concepito come un modo per permettere all'azienda di quotarsi in Borsa. In tal caso la quota detenuta dall'*investor* viene dismessa attraverso il lancio di una *Initial Public Offering*¹⁴.

In Italia, il *Venture Capital* è ancora poco sviluppato in quanto l'azienda, per poterne fare ricorso, necessita di standard elevati e ingenti capitali. Lo scarso sviluppo del mercato borsistico che rende difficoltoso lo smobilizzo dei capitali, gli alti ritmi da sostenere e la scarsa predisposizione alla crescita e allo sviluppo da parte di molte imprese familiari, sono ulteriori motivi che limitano di fatto questo strumento.

Si è sviluppata così un'altra categoria di investitori per finanziare quelle aziende di minori dimensione a livello locale che hanno risorse finanziarie limitate, quella dei *Business Angel*. I *Business Angel* sono imprenditori, manager e professionisti che investono i propri mezzi finanziari nelle piccole-medie aziende, soprattutto *start-up* di tipo tecnologico, e dispongono di una vasta rete di conoscenze e di ottime capacità gestionali. Il loro scopo è, così come quello degli altri investitori di *Private Equity*, di contribuire alla crescita dell'azienda in cui investono e ottenere, alla fine del periodo, un profitto attraverso la cessione della quota di partecipazione¹⁵.

La quotazione

La quotazione, ovvero la negoziazione dei titoli di una società su un mercato regolamentato, potrebbe rappresentare un efficace strumento per le imprese familiari, alle quali potrebbero attingere per finanziarsi e ottenere altri numerosi vantaggi; tuttavia, soprattutto la possibilità di perdere il controllo dell'azienda limita di fatto l'entrata in Borsa delle piccole-medie imprese.

Tali aspetti, relativamente ai vantaggi e svantaggi del mercato borsistico, verranno approfonditi nel terzo paragrafo.

¹³ AIFI-PricewaterhouseCoopes. *Guida pratica al Capitale di Rischio*, op.cit., p. 15.

¹⁴ F. La Rosa. *Rischio e finanziamento nell'impresa familiare*, op.cit., p. 319. Altre forme di disinvestimento possono essere: la trattativa privata con altre imprese (*trade sale*), il riacquisto delle azioni da parte dell'imprenditore (*buy-back*) e l'annullamento totale della partecipazione (*write-off*).

¹⁵ AIFI-PricewaterhouseCoopes. *Guida pratica al Capitale di Rischio*, op.cit., p. 19.

1.3 - Le fonti esogene

L'impresa nell'esercizio della sua attività può non solo ricorrere al capitale proprio, ma anche attingere da fonti esterne a titolo di capitale di debito, ovvero usufruire dei crediti concessi da terzi, impegnandosi nella successiva restituzione nei tempi e nei modi prestabiliti. Il capitale di debito comprende i debiti di regolamento e i debiti di finanziamento. Nei primi rientrano i debiti di natura operativa concessi dai fornitori; nei secondi rientrano, per esempio i prestiti bancari, i mutui e le obbligazioni¹⁶.

L'indebitamento bancario

Gli istituti finanziari, e in particolare le banche, concedono prestiti di denaro che possono essere di breve periodo (apertura di credito in c/c, sovvenzioni cambiarie, anticipi su portafoglio salvo buon fine, ...) o di lungo periodo (mutui, leasing, crediti al consumo, ...). La concessione del prestito non è immediata, ma viene concesso solo dopo il superamento di una valutazione effettuata da specialisti sull'affidabilità del cliente. La trasparenza e la veridicità dei bilanci, la corretta separazione tra patrimonio aziendale e patrimonio familiare, e informazioni accurate e tempestive permettono di aumentare il *rating* dell'azienda e di accelerare il processo di erogazione¹⁷.

Particolarmente accentuato è il problema delle asimmetrie informative, ovvero il limitato potere di controllo *ex-post* che hanno le banche sulle decisioni dell'imprenditore che si possono poi ripercuotere sulla loro solvibilità. Per questo motivo, livelli di indebitamento elevati sono difficilmente raggiungibili nelle aziende familiari a meno che i componenti della famiglia non prestino garanzie personali. In questo modo il maggior rischio legato all'indebitamento bancario ricadrà principalmente sui soci che saranno garanti con il loro patrimonio personale, anche se, il rischio d'insolvenza, soprattutto al crescere del livello d'indebitamento, continuerà a permanere anche in capo al finanziatore.

¹⁶ Vedi *Glossario* Borsa Italiana.

¹⁷ F. La Rosa. *Rischio e finanziamento nell'impresa familiare*, op.cit., p. 315.

Per tutelarsi dal gravoso rischio d'insolvenza, oltre alla richiesta di garanzie, le banche stabiliscono delle condizioni normalmente svantaggiose per i finanziatori, come alti tassi d'interesse e costi di transazione fissi.

In conclusione, possiamo osservare che il costo del capitale bancario è maggiore nelle piccole imprese familiari rispetto alle grandi e tende a crescere all'aumentare del rapporto d'indebitamento¹⁸.

Le obbligazioni

Le obbligazioni costituiscono un debito contratto dalla società nei confronti di quanti le hanno sottoscritte e, indipendentemente dal risultato di gestione raggiunto, la società è obbligata al rimborso del capitale e alla corresponsione degli interessi. L'emittente gode di ampia libertà nel determinare il contenuto dei suoi elementi caratteristici, ovvero del tasso d'interesse, della cedola, della modalità e del prezzo di rimborso, e pertanto, le categorie di obbligazioni esistenti sul mercato sono numerose¹⁹.

I prestiti obbligazionari possono essere: convertibili o non convertibili in azioni. I primi permettono la gestione del ricambio generazionale, ma il rischio è quello della perdita del controllo dell'azienda da parte della famiglia; i secondi invece permettono di mantenere il controllo, ma necessitano di controlli esterni più stringenti a causa del maggior rischio d'insolvenza²⁰.

2 – La composizione della struttura finanziaria nelle imprese familiari italiane

Le imprese familiari, e in generale tutte le imprese, adottano criteri gerarchici di preferenza nella scelta delle fonti di finanziamento (Figura 1). Come abbiamo più volte detto, l'impresa familiare è una tipologia d'azienda molto chiusa orientata a mantenere il controllo e la gestione all'interno del nucleo familiare. Questo aspetto emerge soprattutto nelle decisioni relative ai finanziamenti dove tende ad evitare qualsiasi tipo di ingerenza esterna nella composizione della struttura finanziaria.

¹⁸ R. Tiscini. *Il valore economico delle aziende di famiglia*, op.cit., p. 214 e seguenti.

¹⁹ Vedi *Glossario* Borsa italiana.

²⁰ F. La Rosa. *Rischio e finanziamento nell'impresa familiare*, op.cit., p. 320-321.

Figura 9- Ordine di preferenza delle fonti di finanziamento



Fonte: elaborazione personale

Appare dunque naturale la preferenza per le fonti endogene di proprietà della famiglia: in primis, attraverso l'utilizzo delle risorse autogenerate e l'apporto di capitale da parte della famiglia stessa, e in secondo luogo, attraverso l'impiego del patrimonio di famiglia extra-aziendale, se disponibile. Solo nel caso in cui le risorse interne non siano sufficienti, si ricorre anche al finanziamento esterno, privilegiando le forme di indebitamento bancario e l'emissione di titoli ibridi, come le obbligazioni convertibili, e se ancora necessario, si apre il capitale a soci esterni²¹. Quanto è stato detto è in linea con la *Pecking Order Theory of capital structure* di S. Myers (1984) secondo cui, le imprese attingono risorse dal mercato finanziario o comunque aprono la compagine societaria a soggetti esterni al nucleo familiare solo quando il fabbisogno finanziario è elevato e le risorse interne invece investibili sono scarse²².

In Italia, la diffidenza nell'apertura del capitale a terzi unita al tradizionale ruolo delle banche al centro dell'economia ha portato, soprattutto dagli anni Ottanta, all'eccessivo utilizzo dell'indebitamento bancario. Questi non sono però gli unici motivi. L'espansione del debito si ricollega anche a motivazioni di tipo fiscale, ovvero al

²¹ M. Mauro. *Il ruolo della funzione finanza nelle aziende a proprietà familiare*, op.cit., p. 123.

²² S. Myers, *The capital structure puzzle*, in *Journal of finance*, n. 39, July 1984.

cosiddetto “*tax shield*”, cioè il risparmio d’imposta per effetto della deducibilità degli oneri finanziari dalle imposte societarie e alla minore tassazione dei redditi da rendite finanziarie rispetto a quella sui dividendi. Questi fattori determinano un minor costo medio ponderato del capitale e secondo alcuni, la struttura finanziaria ottimale è appunto quella che minimizza il costo medio ponderato. La teoria finanziaria tradizionale, i cui maggiori esponenti sono F. Modigliani e M.H. Miller (1963), evidenziano come tale costo diminuisca all’aumentare dell’indebitamento, in quanto aumenta il peso nella struttura finanziaria della fonte di finanziamento che beneficia della deducibilità degli oneri finanziari ed è quindi idealmente ottimale la soluzione al limite che prevede un indebitamento totale²³. Tuttavia questo beneficio, e il relativo incremento del valore aziendale, si ha solo inizialmente perché al superamento di un determinato livello di indebitamento, il rischio finanziario della gestione fa salire il costo del capitale di debito determinando la distruzione del valore. Inoltre l’aumento del costo medio ponderato viene accompagnato di solito dall’aumento dei costi di dissesto e dei costi di agenzia e transazione, che variano a seconda delle caratteristiche specifiche dell’impresa e del settore d’appartenenza. Secondo la teoria del *trade-off*, che può essere considerata un’evoluzione delle teorie di F. Modigliani e M.H. Miller, il confronto tra i benefici fiscali del debito e i costi d’insolvenza anticipati darebbe luogo a una struttura del capitale ottimale. Quindi non sempre l’utilizzo dell’indebitamento è conveniente, ma può essere anche particolarmente oneroso soprattutto per le piccole-medie imprese familiari²⁴.

Lo sproporzionato uso del capitale a titolo di prestito da parte delle imprese italiane, causato anche dalla consistente imposizione fiscale, ha richiesto la necessità di una riforma fiscale anti *thin capitalization*: l’Art. 98 del Tuir, introdotto dal D. Lgs. n. 344 del 12 Dicembre 2003, ha sancito la possibilità di dedurre gli oneri finanziari solo nel

²³ F. Modigliani, M.H. Miller. *Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction* in *The American Economic Review*, Vol. 53, No. 3., Jun., 1963, pp. 433-443. La teoria originale di F. Modigliani e M.H. Miller (1958) stabilisce tuttavia che in assenza di imposte, costi di fallimento, costi di agenzia e costi di fallimento, la scelta della struttura finanziaria è irrilevante perché in ogni caso l’azienda avrà uguale valore grazie al processo di arbitraggio. F. Modigliani, M.H. Miller. *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment* in *The American Economic Review*, Vol. 48, No. 3., Jun., 1958, pp. 261-297.

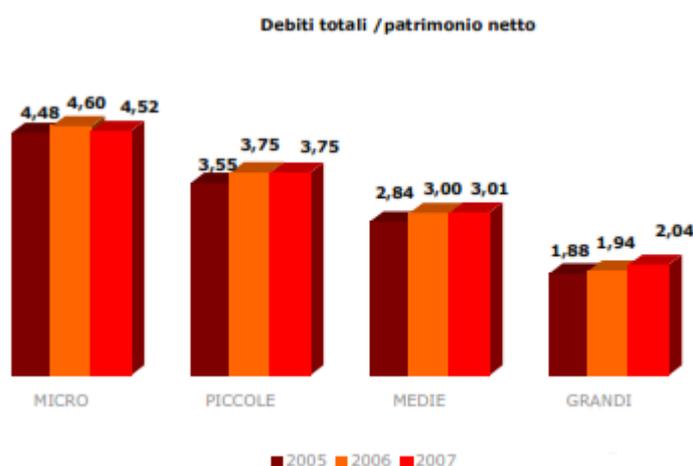
²⁴ R. Tiscini. *Il valore economico delle aziende di famiglia*, op.cit., p. 210-212.

caso in cui sia presente un determinato rapporto tra capitale proprio e indebitamento. Questo ha permesso di limitare lo sfruttamento della sotto capitalizzazione²⁵.

Oltre alle motivazioni di tipo fiscale, anche l'assenza di strumenti finanziari avanzati, la scarsa attenzione verso le scelte di politica finanziaria e il basso livello di cultura finanziaria presente in Italia, hanno incentivato l'utilizzo del debito e non hanno permesso lo sviluppo di operazioni di finanza diverse da quelle tradizionali.

Si è osservato inoltre che il ricorso all'indebitamento è correlato negativamente alle dimensioni d'impresa. Una ricerca empirica effettuata nel 2009 dall'Associazione Italiana Customer Service ha dimostrato che più l'azienda è piccola, più questa è sottocapitalizzata (Figura 2).

Figura 10- Correlazione inversa tra indebitamento e dimensione d'impresa



Fonte: AICS (2009)

3 - La convenienza alla quotazione

In un contesto dinamico e competitivo come quello di oggi, con l'apertura dei mercati internazionali e l'inasprimento della concorrenza, viene richiesto alle imprese, come presupposto per poter sopravvivere sul mercato, di intraprendere un percorso di crescita e sviluppo. A causa del tradizionale rapporto che lega le imprese italiane alle banche locali, le imprese di famiglia incontrano molte difficoltà nel finanziarsi e

²⁵ M. Mauro. *Il ruolo della funzione finanza nelle aziende a proprietà familiare*, op.cit., p. 125.

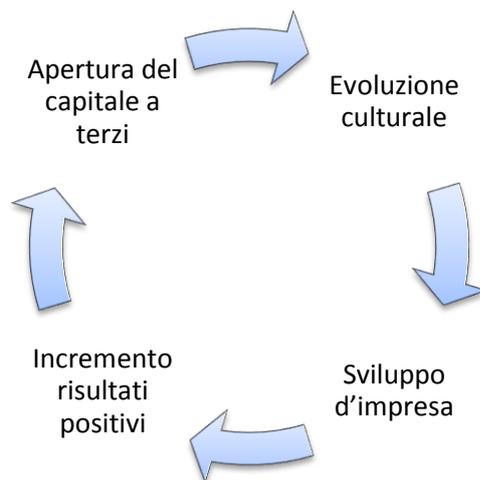
svilupparsi. Gli istituti bancari soddisfano le esigenze di reperimento delle risorse finanziarie in maniera disorganica e l'opacità informativa delle imprese familiari, la conseguente richiesta di maggiori garanzie e di elevati tassi d'interessi, ha portato a un maggior razionamento del credito. In questo scenario si colloca anche l'accordo di Basilea 2, che ha introdotto un sistema basato sui *rating* secondo cui ad ogni cliente deve essere assegnato un giudizio sulla sua solvibilità, da cui dipendono poi le condizioni finanziarie ad esso applicate²⁶.

Diventa quindi fondamentale individuare le forme di finanziamento più adeguate, che non possono più basarsi esclusivamente sull'indebitamento bancario. Per cui, l'accesso a strumenti di credito alternativi e la possibilità di aprire il capitale a soggetti esterni alla famiglia potrebbe portare ad un arricchimento delle risorse disponibili.

3.1 – I benefici della quotazione

La decisione di aprire la compagine societaria a terzi, pur essendo particolarmente sofferta per l'imprenditore, consente all'impresa familiare di ottenere benefici immediati e futuri e di cogliere l'opportunità di sviluppo e crescita dell'impresa.

Figura 11 – Il circolo virtuoso della quotazione



Fonte: L. Parrini (2006)

²⁶ M. Mauro. *Il ruolo della funzione finanza nelle aziende a proprietà familiare*, op.cit., p. 129.

L'accesso al mercato dei capitali determina un momento di svolta nella vita aziendale dando inizio ad un processo di rinnovamento che permette di creare valore per gli azionisti e per tutti gli *stakeholder* e stimola il continuo sviluppo aziendale (Figura 3)²⁷.

La scelta di quotarsi per un'impresa familiare permette all'impresa stessa e alla famiglia imprenditoriale di perseguire una serie di vantaggi²⁸.

Per quanto riguarda i benefici che ottiene l'impresa, possiamo individuare:

- *ampliamento e diversificazione delle fonti di finanziamento*

Lo scopo primario della quotazione è quello di raccogliere capitale di rischio presso il pubblico dei risparmiatori. La quotazione in Borsa permette di ottenere capitale esterno, non solo al momento dell'ammissione in Borsa, ma anche successivamente attraverso ulteriori emissioni azionarie. Ciò agevola il riequilibrio della struttura finanziaria con la struttura degli investimenti e permette di migliorare il *leverage*, ovvero il rapporto tra la posizione finanziaria netta e il patrimonio netto;

- *miglioramento dello standing creditizio*

La maggior solidità aziendale e il minor livello di rischio derivante dall'ottimizzazione della struttura finanziaria permette di ridurre il costo complessivo del finanziamento per l'impresa e migliorare lo *standing* creditizio nei confronti di finanziatori e fornitori. Tutto ciò, insieme al fatto che i mercati richiedono anche una maggiore trasparenza dell'azienda attraverso la comunicazione periodica di informazioni, contribuisce a facilitare l'ottenimento di nuovi finanziamenti, anche sui mercati internazionali, e a migliorare il rapporto con il sistema bancario che offrirà condizioni più vantaggiose;

- *reperimento di risorse per la crescita*

²⁷ L. Parrini. *Il mercato Expandi: la quotazione in Borsa per le PMI*, Milanofiori, Assago : IPSOA, 2006, p. 26.

²⁸ Per i vantaggi derivanti dalla quotazione si veda: R. Tiscini. *Il valore economico delle aziende di famiglia*, op.cit., p. 482 e seguenti; L. Parrini. *Il mercato Expandi*, op.cit. p. 27 e seguenti; N. Angiola. *Corporate governance e impresa familiare*, Torino : G. Giappichelli, 2000, pp. 126-127; F. Ferragina, *Finanza d'impresa. La quotazione in Borsa delle piccole/medie imprese. Un obiettivo possibile per facilitare lo sviluppo* in Rivista Contabilità finanza e controllo, Milano, 2007, n. 6, pp. 526-528; Borsa Italiana. *Quotarsi in Borsa. La segmentazione dei mercati di Borsa italiana*, gennaio 2001, pp. 8 e seguenti.

I capitali raccolti dall'impresa possono essere impiegati in strategia di crescita sia per via interna che per via esterna. La crescita per via interna prevede per esempio l'investimento in nuovi impianti e macchinari, l'incremento dell'attività di R&S, nuove strategie, ecc.; la crescita per via esterna viene effettuata invece attraverso acquisizioni o fusioni con altre imprese. Le maggiori risorse finanziarie consentono l'accesso ad investimenti innovativi. Queste operazioni richiedono sia di agire velocemente per poter sfruttare i vantaggi competitivi sia capitali ingenti, e per questo motivo le fonti tradizionali di finanziamento potrebbero non essere idonee;

- *miglioramento dell'immagine aziendale*

La quotazione permette di incrementare la notorietà e migliorare l'immagine aziendale nei confronti dei clienti e fornitori. Questo agevola i rapporti con l'ambiente esterno e aumenta la competitività dell'impresa, anche a livello internazionale. I clienti, i creditori e gli investitori si sentiranno maggiormente tutelati dalle norme che disciplinano i mercati;

- *attrazione di manager qualificati*

Come conseguenza diretta di un miglioramento dell'immagine e della visibilità aziendale, l'impresa di famiglia non essendo più soggetta a logiche di gestione delle risorse umane di tipo familiare riesce a trattenere e motivare le risorse manageriali più competenti e ad attrarre dall'esterno *manager* qualificati.

Il *management*, che nelle aziende quotate è soggetto continuamente alla valutazione del mercato, è stimolato a produrre migliori risultati. Per incentivarlo sono previsti anche piani di *stock option*²⁹ e di altre forme remunerative collegate alla realizzazione di *performance*;

- *valutazione giornaliera dell'impresa*

Il mercato permette di conoscere quotidianamente il valore dell'impresa che viene trasferito sul prezzo delle azioni negoziate. Il continuo aggiornamento del valore delle azioni permette di effettuare operazioni di M&A attraverso il solo scambio di azioni;

²⁹ Il termine *stock option* indica in senso ampio l'offerta, da parte di una società, di azioni ai propri dipendenti o collaboratori entro una determinata scadenza e ad un prezzo prefissato. Vedi *Glossario* Borsa Italiana. Ovviamente converrà esercitare l'opzione se al momento dell'acquisto delle azioni il loro prezzo di mercato è superiore a quello che era stato prefissato.

- *miglioramento dell'organizzazione aziendale*

La quotazione necessita di cambiamenti significativi dal punto di vista organizzativo e vengono disposti sistemi di pianificazione e controllo efficienti, che permettono di controllare le *performance* e gestire in modo adeguato i rischi, e sistemi formali di comunicazione, che permettono la diffusione di informazioni complete e tempestive.

Per quanto riguarda invece i vantaggi che ottiene la famiglia proprietaria detentrica del controllo della società, possiamo osservare:

- *aumento del valore delle azioni*

L'assenza dello sconto per carenza di negoziabilità³⁰, lo sfruttamento delle opportunità di crescita, la maggiore competitività e il minor costo del debito comportano un incremento di valore della partecipazione di controllo;

- *maggior liquidità e monetizzazione dell'investimento*

Avendo un prezzo rilevato giorno per giorno sul mercato, l'investimento è facilmente liquidabile e dà la possibilità agli azionisti di disinvestire facilmente la propria partecipazione. Una volta che l'azienda ha raggiunto una certa dimensione e maturità, la negoziabilità dei titoli consente alla famiglia proprietaria di monetizzare parte della sua partecipazione societaria diversificando i propri investimenti, ma mantenendo comunque il controllo. Dato che l'ingresso in Borsa è spesso sostenuto dagli investitori istituzionali, l'elevata liquidità agevola il *way-out* istituzionale di coloro che investono nel capitale dell'impresa con durata limitata;

- *riequilibrio della struttura finanziaria*

La quotazione consente alla famiglia di limitare le risorse finanziarie direttamente impiegate e liberare, totalmente o parzialmente, il patrimonio posto a garanzia dei finanziamenti;

- *agevolazione del passaggio generazionale*

La quotazione è un valido strumento per risolvere problemi di ristrutturazione delle imprese e si rivela efficace nel caso in cui, nella fase di deriva generazionale, si

³⁰ Lo sconto per mancanza di negoziabilità è la rettifica, da apportare al valore di un pacchetto escluso dal controllo, in modo da riflettere la difficoltà riscontrabile in sede di smobilizzo dell'investimento. *Appunti di Valutazione d'azienda*, prof. E. Gonnella.

verifichino problemi di successione imprenditoriale. Attraverso il collocamento, è inoltre possibile liquidare le quote dei familiari, non più interessati alla gestione, direttamente sul mercato.

Oltre l'impresa stessa e gli azionisti di controllo, anche i *manager*, tutti gli *stakeholder* e l'intera economia nazionale³¹, ottengono dei benefici dalla quotazione dell'azienda.

3.2 – Gli svantaggi della quotazione

La quotazione in Borsa non genera soltanto aspetti positivi, ma emergono anche alcuni aspetti critici, che devono essere valutati attentamente prima di decidere sull'effettiva convenienza all'apertura dell'azienda sui mercati finanziari.

I principali svantaggi sono³²:

- *possibilità di perdere il controllo*

Uno dei principali timori degli azionisti di controllo è quello di perdere il controllo dell'impresa a seguito del rischio di scalate ostili. Tuttavia il rischio è inesistente se la famiglia proprietaria detiene la maggioranza assoluta del capitale o se sono presenti patti di sindacato. Il vero pericolo si ha nel caso in cui nascono tensioni all'interno della famiglia e se alcuni componenti decidono di uscire dalla società offrendo le proprie azioni alla minoranza;

- *eccessiva ingerenza di terzi nella gestione*

L'eventuale ingresso di nuovi soci comporta la necessità di dover condividere con altri le decisioni strategiche relative all'impresa e la perdita parziale da parte dei *manager* familiari del potere decisionale;

- *riorganizzazione aziendale*

³¹ Un recente studio dell'Università Bocconi e di Borsa Italiana, ha stimato che lo sbarco sulla Borsa Italiana di 700 società porterebbe a un aumento del PIL dell'1%, un gettito fiscale di 285 miliardi e oltre 130 mila posti di lavoro. Il Sole 24 Ore del 27-03-2012.

³² Per gli svantaggi derivanti dalla quotazione si veda: R. Tiscini. *Il valore economico delle aziende di famiglia*, op.cit., p. 484 e seguenti; L. Parrini. *Il mercato Expandi*, op.cit. p. 37 e seguenti; N. Angiola. *Corporate governance e impresa familiare*, op.cit.,p. 128; F. Ferragina, *Finanza d'impresa. La quotazione in Borsa delle piccole/medie imprese*, op.cit., p. 528.

L'accesso in Borsa richiede numerosi cambiamenti organizzativi, ma possono emergere delle difficoltà per quanto riguarda il cambiamento culturale richiesto, l'adeguamento di competenze, il nuovo modo di operare e così via;

- *obblighi informativi e contabili*

Il processo di quotazione richiede un flusso di informazioni al mercato di molto superiore rispetto a quello richiesto ad una società non quotata. La società quotata deve trasmettere periodicamente informazioni agli azionisti, al pubblico in generale e agli organi di controllo, per quanto riguarda le scelte strategiche e l'andamento gestionale. Inoltre deve trasmettere quelle informazioni cosiddette *price sensitive*, ovvero quelle informazioni, che se rese pubbliche, potrebbe influire in modo sensibile sui prezzi degli strumenti finanziari;

- *maggior trasparenza*

La maggior visibilità sul mercato e l'obbligo di diffondere informazioni riservate potrebbero avere impatti negativi sulla competitività dell'impresa;

- *costi elevati*

I costi d'ingresso che devono essere sostenuti ai fini della quotazione dalla società, i costi di permanenza sul listino e i costi per far fronte a tutti gli adempimenti successivi richiesti, come il costo relativo alla documentazione periodica fornita al mercato, possono raggiungere livelli non trascurabili. Inoltre anche il processo di riorganizzazione societaria, che è necessario intraprendere per adeguarsi agli standard previsti per una società quotata, è molto oneroso;

- *influenza delle condizioni di mercato sul corso del titolo*

L'impresa si espone alla variabilità delle condizioni dei mercati nazionali ed esteri. Per quanto una società possa essere ben gestita e per quanto le politiche gestionali e strategiche siano convalidate, il valore del titolo risente delle fasi congiunturali del mercato, del settore di riferimento e delle oscillazioni speculative;

- *impegno morale a remunerare i titoli attraverso i dividendi*

Nonostante nelle società quotate non vi sia l'obbligo a distribuire dividendi agli azionisti, così come non vi è in quelle non quotate, la società, anche se preferisce destinare gli utili ad investimenti o accantonamenti, ha comunque un impegno morale a remunerare i risparmiatori.

Nonostante gli svantaggi derivanti dalla quotazione non siano pochi, la maggior parte dei problemi è superabile considerando l'azienda come entità autonoma e non gestendola con logiche familiari e personali. È necessario un cambio radicale di mentalità, che permetta di accettare la convivenza con i soci di minoranza e la produzione di informazioni complete e attendibili. Inoltre alcuni vincoli, come la necessità di attuare un cambiamento organizzativo all'interno dell'azienda, possono essere considerati non come un limite, ma come occasioni di miglioramento³³.

4 - Il processo di quotazione

Prima di descrivere il processo che porta alla quotazione delle società, dobbiamo precisare che cosa s'intende per quotarsi. La quotazione consiste nel collocamento presso il pubblico di titoli azionari, esistenti o di nuova emissione, i quali sono liberamente trasferibili e vengono negoziati in qualunque momento sul mercato³⁴.

L' Offerta Pubblica Iniziale (IPO) costituisce lo strumento attraverso il quale una società ottiene la diffusione dei titoli tra il pubblico, ovvero crea il cosiddetto flottante, che è requisito necessario per ottenere la quotazione dei propri titoli su un mercato regolamentato³⁵. Tutte le Offerte successive alla prima da parte della società già quotata si chiamano *Seasoned Public Offering*. Alle Offerte Pubbliche rivolte al pubblico indistinto, si contrappongono le emissioni riservate, con le quali l'impresa si rivolge soltanto a particolari categorie di investitori: investitori istituzionali, azionisti già esistenti e dipendenti (*family and friends*)³⁶.

4.1 – La scelta del mercato e del segmento di riferimento

Una delle prime scelte da effettuare quando si decide di quotarsi è quella della scelta del mercato di riferimento, ovvero della localizzazione geografica. All'interno del

³³ R. Tiscini. *Il valore economico delle aziende di famiglia*, op.cit., p. 485.

³⁴ L. Parrini. *Il mercato Expandi*, op.cit. p. 25.

³⁵ Vedi *Glossario Borsa Italiana*.

³⁶ L. Parrini. *Il mercato Expandi*, op.cit. pp. 23-24.

mercato andrà poi individuato un determinato segmento. La quotazione può essere effettuata su:

- un mercato domestico;
- un mercato estero;
- più mercati (*cross listing*).

La decisione viene presa in base a diversi criteri a seconda dell'area di influenza dell'impresa, della sua specializzazione in termini dimensionali e settoriali, dell'efficienza e della liquidità, e infine considerando i tempi, i costi e i risvolti strategici³⁷.

La quotazione all'estero presenta solitamente maggior complessità e nonostante, l'approvazione dell'approvazione nel 1999 del *Financial Service Action Plan*³⁸ da parte dei Paesi appartenenti all'Unione Europea, le imprese continuano a preferire i mercati dei Paesi in cui hanno sede. Quotarsi all'estero comporta infatti molte difficoltà relativamente alle diverse regolamentazioni delle procedure, ai rapporti con le Autorità estere e ai principi contabili da rispettare³⁹.

La scelta invece di quotarsi su più mercati, solitamente viene intrapresa solo dalle società più grandi, che hanno interessi e sono presenti in più Paesi, e che ottengono vantaggi rilevanti in termini di possibilità di accedere a maggiori risorse, maggiore liquidità e conoscibilità del loro marchio⁴⁰.

Ai fini della nostra analisi, noi considereremo solo il mercato italiano.

Borsa Italiana è la società per azioni, nata per effetto della privatizzazione del mercato finanziario italiano nel 1997, che si occupa della gestione e della regolamentazione del mercato e svolge molteplici attività organizzative, commerciali e promozionali che si propongono di sviluppare i mercati da essa gestiti. Ogni impresa deve scegliere il

³⁷ *Appunti di Tecnica di Borsa*, prof. F. Cartei.

³⁸ Il FSAP è stato pubblicato nel 1999 dalla Commissione Europea con l'obiettivo di creare un mercato finanziario all'ingrosso unico, mercati al dettaglio aperti e sicuri e di armonizzare le regole prudenziali e di vigilanza in una prospettiva di maggior cooperazione tra le diverse Autorità dei diversi Paesi membri. M.C. Quirici. *Il mercato mobiliare: l'evoluzione strutturale e normativa*, Milano: F. Angeli, 2010, p. 331 e seguenti.

³⁹ In relazione a quest'ultimo aspetto, i Paesi dell'Unione Europea hanno introdotto i principi contabili internazionali (IFRS) per limitare il problema.

⁴⁰ T. Onesti, N. Angiola, *et al.*, *Strategie di sviluppo aziendale, processi di corporate governance e creazione di valore. Teorie, analisi empiriche ed esperienze a confronto*, Milano: F. Angeli, 2012, p. 563.

segmento di mercato più in linea con le proprie caratteristiche che le permetta di soddisfare le proprie esigenze di finanziamento⁴¹.

Nel mercato azionario, ovvero quel mercato in cui si negoziano azioni, obbligazioni convertibili, diritto di opzione, warrant e quote di fondi mobiliari ed immobiliari chiusi, le imprese familiari possono richiedere l'ammissione nei segmenti:

- MTA
- AIM Italia/MAC

MTA è il Mercato Telematico Azionario ed è un mercato regolamentato all'interno del quale si negoziano azioni, obbligazioni convertibili, diritti di opzione e warrant. I mercati regolamentati sono quei mercati gestiti da una società di gestione che sono basati su una specifica regolamentazione relativa all'organizzazione e al funzionamento del mercato stesso. Il relativo Regolamento deve essere approvato da un'Autorità di controllo: in Italia è la Consob. La Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (Consob), istituita con la legge n. 216 del 7 giugno 1974, è un'autorità amministrativa indipendente, dotata di personalità giuridica e piena autonomia, che si occupa di attività di regolamentazione, autorizzazione, vigilanza e controllo sui mercati finanziari italiani con i principali obiettivi di tutela degli investitori, di efficienza e trasparenza del mercato mobiliare italiano.

Il Mercato Telematico Azionario si rivolge alle imprese di media e grande capitalizzazione offrendo loro un mercato allineato ai migliori standard internazionali, in grado di supportare le esigenze di raccolta di capitali domestici e internazionali provenienti da investitori istituzionali, professionali e dal pubblico di risparmio, ed in grado di garantire un'elevata liquidità dei titoli. In base alla capitalizzazione e alla liquidazione degli strumenti negoziati, può essere suddiviso in: *Large Cap (Blue Chip)*, *Mid Cap*, *Small Cap* e *Micro Cap*, ognuno dei quali è rappresentato da un indice specifico (Figura 4)⁴². Nel primo segmento si trovano le società a maggior capitalizzazione e con elevati livelli di liquidità, i cui strumenti finanziari, che sono tra i 40 titoli più liquidi e capitalizzati del listino, sono ricompresi nell'indice FTSE MIB;

⁴¹ F. Ferragina, *Finanza d'impresa. La quotazione in Borsa delle piccole/medie imprese*, op.cit., p. 529.

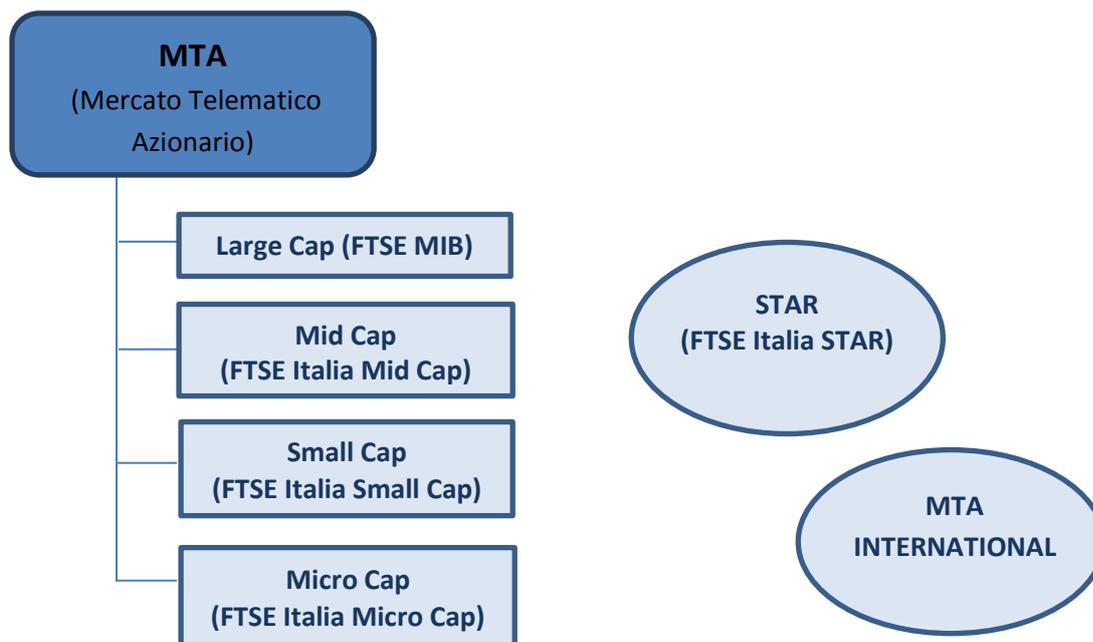
⁴² Vedi suddivisione dei Mercati su Borsa Italiana. In seguito alla fusione tra [Borsa italiana](#) e la [Borsa di Londra](#) e l'introduzione degli indici [FTSE](#) è stata rivista, a giugno 2010, la segmentazione del mercato telematico azionario.

tra le *Mid Cap* troviamo invece le prime 60 imprese per capitalizzazione e liquidità successive alle società che compongono l'indice FTSE MIB; le restanti sono collocate tra le *Small Cap*, se superano i criteri di liquidità previsti, oppure, in caso contrario, tra le *Micro Cap*⁴³.

Inoltre le imprese possono fare richiesta per essere ammessi nel segmento STAR, ovvero il Segmento Titoli con Alti Requisiti, dove sono negoziati titoli a media capitalizzazione che si sono impegnati a rispettare particolari condizioni di trasparenza, liquidità e *corporate governance*.

Infine all'interno del Mercato Telematico Azionario si trova un ulteriore segmento: *MTA International*, il segmento di Borsa Italiana dedicato ad azioni di emittenti di diritto estero già negoziate in altri mercati regolamentati comunitari⁴⁴.

Figura 12 – Divisione del mercato azionario



Fonte: adattamento da Borsa Italiana

AIM Italia/Mercato Alternativo del Capitale è invece un mercato nato nel 2012 dall'accorpamento tra AIM Italia e MAC ed è un sistema multilaterale di negoziazione regolamentato da Borsa Italiana. I Sistemi Multilaterali di Negoziazione (MTF) sono

⁴³ Un ulteriore indice, il FTSE All-Share comprende tutti gli elementi costituenti degli indici FTSE MIB, FTSE Italia Mid Cap ed FTSE Italia Small Cap.

⁴⁴ P. Bellandi. *Microstrutture e segmentazione di mercato* in R. Caparvi (a cura di), *Il mercato mobiliare: strategie e tecniche di negoziazione dei mercati finanziari*, Milano: F. Angeli, 2010, pp. 341-342.

sistemi di contrattazione privati che offrono la possibilità di negoziare strumenti finanziari quotati presso una Borsa e svolgono funzioni di organizzazione degli scambi, ma sono soggetti a regole e procedure di autorizzazione all'operatività in parte diverse da quelle previste per i mercati organizzati⁴⁵.

AIM Italia/MAC è dedicato primariamente alle piccole e medie imprese e alle società ad alto potenziale di crescita, in cui vengono negoziati principalmente azioni, ma è aperto anche ad altri strumenti finanziari, se è garantita al pubblico la disponibilità di informazioni dettagliate e se è assicurato un mercato regolare per gli stessi. La quotazione sull'AIM Italia/MAC può consentire alle imprese di piccole dimensioni l'accesso ad un mercato della domanda di strumenti finanziari più ampio di quello italiano, grazie alla visibilità garantita da Borsa Italiana e grazie all'integrazione di quest'ultima nel network del *London Stock Exchange*. L'accesso è comunque raccomandato a soggetti con elevate conoscenze finanziarie ed esperienza, a causa del rischio associato⁴⁶.

4.2 – I requisiti richiesti

Per essere ammessi alla negoziazione sui mercati, le imprese e gli strumenti finanziari devono soddisfare alcuni requisiti che possono essere generali oppure specifici.

I requisiti generali minimi sono quelli che sono richiesti su tutti i mercati: per quanto riguarda la società emittente è necessario che l'emittente sia regolarmente costituito e che il suo statuto sia conforme alle leggi e ai regolamenti ai quali l'emittente stesso è soggetto; per quanto riguarda invece le caratteristiche degli strumenti finanziari, essi devono essere emessi e conformi nel rispetto delle leggi o di ogni altra disposizione, essere idonei ad essere oggetto di liquidazione ed essere liberamente trasferibili⁴⁷.

I requisiti specifici (Tabella 1) sono diversi a seconda del mercato di riferimento e si dividono in requisiti formali e sostanziali.

⁴⁵ Vedi *Glossario* Borsa Italiana.

⁴⁶ Vedi *Regolamento Emittenti di AIM Italia-MAC* del 3 marzo 2014, p. 4.

⁴⁷ Art. 2.1.3. del *Regolamento dei mercati e organizzati e gestiti dalla Borsa Italiana S.p.A.* del 30 settembre 2013.

I requisiti formali per il Mercato Telematico Azionario sono individuati all'interno del relativo Regolamento e sono relativi principalmente alla pubblicazione e al deposito dei bilanci e di altri documenti e a livelli minimi di capitalizzazione e di flottante. I requisiti sostanziali sono invece quei requisiti che vengono richiesti per fare in modo che l'operazione di quotazione sia un'operazione di successo e riguardano per esempio le prospettive di crescita, la capacità di generare liquidità, la trasparenza nella contabilità e nell'assetto societario, e la qualità e la motivazione del management⁴⁸.

Tabella 1 – Principali requisiti specifici per l'ammissione sul MTA

Requisiti	MTA	
	Segmenti ordinari	STAR
Principio di autonomia gestionale	Capacità di generare ricavi in condizioni di autonomia decisionale. I ricavi non devono essere rappresentati in misura preponderante dall'investimento in una società le cui azioni sono quotate su un mercato regolamentato.	
Bilanci e documenti pro-forma	Pubblicazione e deposito di almeno tre bilanci degli ultimi tre esercizi, di cui l'ultimo corredato dal giudizio positivo della società di revisione. Nel caso in cui le società siano di recente costituzione, o che siano risultanti da operazioni straordinarie, o ancora che abbiano subito modifiche sostanziali alla loro struttura patrimoniale, devono presentare un bilancio pro-forma ed altri documenti infrannuali richiesti.	
Capitalizzazione	>40 mln di euro ⁴⁹	>40 mln di euro e <1.000 mln di euro
Flottante minimo ⁵⁰	25%	35%
<i>Corporate Governance</i>	Raccomandato Codice di Autodisciplina	Presenza obbligatoria nel CDA di amministratori non esecutivi e indipendenti e di comitati interni. Remunerazione incentivante per il top management.
<i>Investor Relator</i> ⁵¹	Raccomandato	Obbligatorio

⁴⁸ C. Leardini. *L'economia delle quotazioni in Borsa: profili economico-aziendali*, Padova: CEDAM, 2003, p. 22 e seguenti. Art. 2.2.1, Art. 2.2.2 del *Regolamento dei mercati* del 30 settembre 2013.

⁴⁹ Borsa Italiana può ammettere azioni con una capitalizzazione inferiore qualora ritenga che per tali azioni si formerà un mercato sufficiente. Art. 2.2.2. comma 1 a) del *Regolamento dei mercati* del 30 settembre 2013.

⁵⁰ Borsa Italiana può ritenere che le esigenze di regolare funzionamento del mercato siano soddisfatte anche con una percentuale inferiore a quella sopraindicata. Art. 2.2.2. comma 1 b) del *Regolamento dei mercati* del 30 settembre 2013.

⁵¹ L'Investor Relator è il soggetto incaricato della gestione dei rapporti con investitori e intermediari in una società che ha emesso strumenti finanziari quotati e risponde a un'esigenza di comunicazione della società con l'esterno completa e trasparente. Vedi *Glossario* Borsa Italiana.

Trasparenza ed informazione al mercato	Necessaria informativa al pubblico su operazioni straordinarie e significativi eventi della società e la pubblicazione di bilanci annuali, relazioni trimestrali e semestrali e resoconti intermedi di gestione.	Tutte le informazioni previste per gli altri segmenti devono essere rese disponibili sul proprio sito internet anche in lingua inglese.
<i>Specialist</i> ⁵²	Facoltativo	Obbligatorio

Fonte: elaborazione personale

Per quanto riguarda il particolare segmento MTA International, nel segmento possono essere ammesse alle negoziazioni, senza la necessità di produrre un Prospetto informativo, le azioni già quotate su un altro mercato regolamentato europeo da più di 18 mesi ed è prevista una specifica procedura di ammissione nonché obblighi informativi a cura del soggetto richiedente l'ammissione⁵³.

L'AIM Italia/MAC si caratterizza per una maggiore flessibilità rispetto ai mercati regolamentati gestiti da Borsa Italiana. Le regole di ammissione alla quotazione non impongono attività preparatorie complesse come quelle del MTA e i requisiti richiesti sono meno stringenti: non è richiesta né una capitalizzazione minima o massima della società né altri requisiti economico-finanziari specifici. L'unico requisito indispensabile per la quotazione su tale mercato è la presenza continua, sia nel periodo precedente l'ammissione che in quello seguente, del *Nomad* (o *Nominated Adviser*), ovvero di colui che valuta l'appropriatezza dell'emittente e lo assiste e lo supporta nell'assolvimento dei compiti e delle responsabilità (Tabella 2)⁵⁴.

Tabella 2 – Principali requisiti richiesti per l'ammissione sull'AIM Italia/MAC

Requisiti	AIM Italia/Mercato Alternativo del Capitale
Capitalizzazione minima	Nessuna
Flottante minimo ⁵⁵	10%

⁵² Lo Specialist è un operatore che si impegna a garantire la liquidità di uno o più titoli azionari esponendo continuativamente sul mercato proposte in acquisto e in vendita. Vedi *Glossario* Borsa Italiana.

⁵³ Vedi *Glossario* Borsa Italiana.

⁵⁴ Vedi *Regolamento Emittenti di AIM Italia-MAC* del 3 marzo 2014.

⁵⁵ In alcuni casi sono previste deroghe al limite minimo del 10%. Vedi *Regolamento Emittenti di AIM Italia-MAC* del 3 marzo 2014, p. 32.

<i>Corporate Governance</i>	L'emittente deve adottare appropriate regole di governo societario.
Trasparenza ed informazione al mercato	Pubblicazione della Relazione semestrale relativa al periodo di sei mesi a partire dalla fine dell'esercizio finanziario per il quale è stata inclusa l'informativa nel documento di ammissione e successivamente almeno ogni sei mesi e dei bilanci o rendiconti annuali sottoposti a revisione contabile.
Principi contabili	Italiani o internazionali
<i>Nominated Adviser</i>	Obbligatorio

Fonte: elaborazione personale

4.3 – L'iter di quotazione sui mercati regolamentati

Il processo di quotazione su un mercato regolamentato è un procedimento molto complesso che dura in media dai 4 ai 6 mesi e prevede varie fasi e l'intervento di soggetti diversi. L'*Initial Public Offering* costituisce una fattispecie di sollecitazione all'investimento in quanto è rivolta al pubblico indistinto degli investitori⁵⁶ e quindi la società emittente dovrà organizzare l'operazione osservando la disciplina del Testo Unico della Finanza (D. Lgs. 58/1998) finalizzata a garantire un'informazione trasparente ai destinatari dell'offerta⁵⁷.

Per quanto riguarda la descrizione del procedimento d'ammissione, la disciplina contenuta nel Testo Unico indica solamente quali sono i documenti che devono essere presentati, ovvero la Comunicazione alla Consob e il Prospetto, ma non fa nessun riferimento a quali siano le fasi intermedie che la società debba percorrere per quotarsi in Borsa, che sono invece disciplinate nel Regolamento di attuazione del D. Lgs. n. 58/98, adottato dalla Consob con delibera n. 11971/99 e successivamente modificato, e nei documenti redatti da Borsa Italiana⁵⁸.

⁵⁶ Borsa Italiana si riserva di ritenere adeguata la ripartizione presso i soli investitori professionali se il valore di mercato delle azioni possedute dagli investitori oppure il numero degli stessi faccia ritenere che le esigenze di regolare funzionamento del mercato possano essere comunque soddisfatte. Art. 2.2.2. comma 2 del *Regolamento dei mercati* del 30 settembre 2013.

⁵⁷ Vedi *Glossario* Borsa Italiana.

⁵⁸ C. Leardini. *L'economia delle quotazioni in Borsa*, op.cit., p. 18 e seguenti.

Possiamo dividere l'iter di quotazione in tre fasi: fase preliminare, predisposizione della documentazione e attività di *marketing*, e svolgimento dell'offerta. Ogni fase è poi a sua volta suddivisibile in varie attività, che descriveremo in dettaglio⁵⁹.

Fase preliminare

a) Cambiamenti organizzativi e verifica di fattibilità.

L'iter di quotazione vero e proprio è preceduto da una fase preparatoria in cui le aziende predispongono al loro interno condizioni organizzative ottimali e valutano attentamente le prospettive economico-finanziarie di medio-lungo periodo.

Le società quotande, anche a seconda del segmento di mercato a cui vogliono essere ammesse, intervengono su vari aspetti che impedirebbero o limiterebbero la quotazione. Per esempio effettuano delle modifiche alle norme statutarie in materia di limitazioni alla libera circolazione dei titoli ed eventuali condizioni di privilegio, attuano le disposizioni del Codice di Autodisciplina, introducono sistemi efficienti di pianificazione e controllo, e migliorano la comunicazione sia interna che esterna. Inoltre orientano le principali politiche aziendali alla ricerca del consenso degli operatori del mercato⁶⁰.

In questa fase viene nominato l'*advisor* finanziario, che è colui che svolge una funzione di supporto consulenziale per tutto l'iter di quotazione e ha il compito di valutare la fattibilità dell'operazione di quotazione. Deve poi supportare la società nella valutazione del capitale economico della società e nella redazione del Prospetto informativo, del *business plan* e di tutta la documentazione da presentare. La presenza dell'*advisor* è particolarmente necessaria quando la società, per la complessità o per le dimensioni dell'operazione, non è in grado di seguire in autonomia tutte le fasi della quotazione⁶¹.

Lo studio della fattibilità dell'operazione di quotazione, effettuato dall'*advisor*, richiede la verifica dei requisiti formali e sostanziali e un'analisi delle condizioni del mercato.

⁵⁹ Borsa Italiana. *Quotarsi in Borsa*, p. 19 e seguenti.

⁶⁰ C. Leardini. *L'economia delle quotazioni in Borsa*, op.cit., pp. 21-22.

⁶¹ Vedi *Glossario* di Borsa Italiana.

Un aspetto importante è la scelta del *timing* di quotazione, ovvero del momento più idoneo per intraprendere l'iter di quotazione⁶²:

- la società deve aver ottenuto buoni risultati storici ed avere prospettive di crescita;
- il settore di appartenenza deve essere particolarmente attraente;
- il mercato azionario deve avere un andamento positivo e alta liquidità. È necessario inoltre valutare la propensione del momento ad investire degli operatori ed evitare di lanciare l'offerta in contemporanea con altre.

b) Delibera del progetto di quotazione.

Il *management* presenta al CdA il progetto di quotazione, il quale dopo aver esaminato lo studio di fattibilità, delibera sulla richiesta di ammissione a quotazione della società e convoca l'Assemblea dei soci, che è ordinaria o straordinaria a seconda se è previsto o meno un aumento di capitale. Dopo l'approvazione da parte dell'assemblea, la società, consigliata dall'*advisor*, deve nominare i vari soggetti che interverranno nelle altre fasi della quotazione e in alcuni casi anche in quelle immediatamente successive. Tali soggetti sono principalmente lo *sponsor*, il *global coordinator*, il consulente legale, il consulente di comunicazione e la società di revisione⁶³. Tuttavia per motivi di contenimento di costi spesso un intermediario finanziario svolge più funzioni che sarebbero invece assegnate ad altri.

Lo *sponsor* è l'intermediario a cui spetta il compito di accompagnare una società emittente nell'iter di quotazione, di agevolare i contatti con analisti e investitori e garantire l'affidabilità della qualità e della completezza delle informazioni trasmesse e l'ordinato svolgimento della procedura. Inoltre si occupa di alcune funzioni post-ammissione per almeno un anno, tra cui la pubblicazione di due analisi finanziarie all'anno e di brevi analisi in occasione dei principali eventi e l'organizzazione di incontri tra il *management* della società e la comunità finanziaria.

⁶² F. Cartei. *Le operazioni sul mercato primario e le offerte pubbliche di acquisto* in R. Caparvi (a cura di), *Il mercato mobiliare*, op.cit., p.96.

⁶³ C. Leardini. *L'economia delle quotazioni in Borsa*, op.cit., pp. 38 e seguenti.

Il *global coordinator*⁶⁴, di norma coincide con lo *sponsor* o con una *lead bank* ed è responsabile del processo di collocamento delle azioni della società sul mercato. Inoltre svolge un ruolo di mediazione che tende a limitare le asimmetrie informative tra la società emittente e le Banche interessate che non hanno alcuna conoscenza sulla realtà economico-finanziaria della società.

Il consulente legale assiste la società quotanda in tutti gli aspetti burocratici e deve quindi avere competenze specifiche in materia di quotazioni in Borsa.

Il consulente di comunicazione fornisce servizi di *investor relations* e svolge un ruolo cruciale nella fase di *marketing* dell'offerta massimizzando la visibilità del titolo sul mercato attraverso la comunicazione efficace dell'immagine della società e dei suoi prodotti, anche garantendo la corretta gestione dei rapporti con la stampa.

E infine, la società di revisione è responsabile per le relazioni e per la revisione dei bilanci della società ai fini del collocamento e per il rilascio delle *comfort letter*, che fornisce una attestazione professionale sulle informazioni divulgate relativamente al Prospetto informativo.

Immediatamente dopo la nomina dei vari consulenti, il *management* organizza un cosiddetto “*sponsor kick-off meeting*”, ovvero la riunione di lancio dell'operazione dove vengono assegnate le rispettive responsabilità e pianificati i tempi della procedura di quotazione, identificando i principali passaggi⁶⁵.

c) *Processo di due diligence.*

È poi necessario acquisire le informazioni necessarie per la preparazione della documentazione richiesta dalla prassi operativa e dalla normativa. *Sponsor* e consulenti provvedono ad effettuare varie indagini sugli aspetti legali, economico-finanziari e commerciali per garantire al mercato che tutte le informazioni rilevanti riguardanti la società siano vere e complete rendendo così la sottoscrizione dei titoli più appetibile.

⁶⁴ Il ruolo di *global coordinator* può essere svolto da banche di investimento, italiane o estere, autorizzate a svolgere servizi di collocamento ai sensi del Testo Unico Bancario o da qualsiasi altro intermediario finanziario compreso nell'elenco speciale dell'art.107 del Testo Unico Bancario.

⁶⁵ C. Leardini. *L'economia delle quotazioni in Borsa*, op.cit., p. 32.

Predisposizione della documentazione e attività di marketing

d) Redazione del prospetto informativo.

Sulla base dei risultati che emergono dal processo di *due diligence*, seguendo gli schemi predisposti dalla Consob, viene redatto il Prospetto informativo che ha lo scopo di fornire tutte le informazioni riguardanti la società e la struttura dell'offerta globale. Il Prospetto riassume in sé le funzioni del prospetto di sollecitazione e di quotazione e deve contenere tutte le indicazioni relative alla situazione patrimoniale, economica e finanziaria della società in modo che gli investitori possano pervenire ad un fondato giudizio e valutare la convenienza dell'offerta. L'adeguatezza delle informazioni fornite nel Prospetto deve essere valutata con riferimento alla tipologia di investitori a cui è rivolta l'offerta⁶⁶.

e) Richiesta di ammissione a Borsa Italiana e richiesta del nulla osta per la pubblicazione del Prospetto alla Consob.

Il rappresentante legale della società deve presentare a Borsa Italiana spa la domanda di ammissione, allegando vari documenti tra cui la bozza del Prospetto informativo, la copia dello statuto societario, gli ultimi tre bilanci annuali approvati e pubblicati, i piani economico-finanziari futuri e una dichiarazione che i titoli siano liberamente trasferibili. Borsa Italiana ha anche introdotto il QMAT (*Quotation management Admission Test*), un questionario che deve essere compilato dalle società quotande e presentato insieme alla documentazione ufficiale, il quale ha la funzione di valutare il posizionamento competitivo dell'emittente in base ad uno schema di carattere prettamente strategico-aziendalistico⁶⁷.

Contestualmente alla presentazione della richiesta di ammissione a Borsa Italiana spa, viene inviata alla Consob la richiesta di autorizzazione alla pubblicazione del Prospetto.

f) Ammissione a quotazione.

⁶⁶ C. Leardini. *L'economia delle quotazioni in Borsa*, op.cit., pp. 18-20.

⁶⁷ Borsa Italiana. *Quotarsi in Borsa*, p. 24.

Entro due mesi dalla presentazione della domanda, Borsa Italiana delibera e comunica all'emittente l'ammissione o il rigetto della domanda e rilascia la qualifica STAR se richiesta. L'efficacia del provvedimento di ammissione ha validità di sei mesi ed è subordinata all'autorizzazione rilasciata dalla Consob, la quale può richiedere informazioni aggiuntive.

g) *Pubblicazione e distribuzione della ricerca sul titolo agli analisti.*

Vengono forniti agli analisti tutti gli elementi necessari per esprimere il proprio giudizio circa il posizionamento e la valutazione della società.

h) *Costituzione consorzi di collocamento.*

Responsabile dell'operazione di collocamento è il *global coordinator* a cui viene conferito l'incarico attraverso una lettera d'impegno che definisce quali sono i suoi compiti e le relative commissioni. Il *global coordinator*, o in alternativa una *lead bank*, costituisce un consorzio formato da banche ed imprese di investimento che sono specializzate sia con la clientela istituzionale sia con quella *retail*.

Ci possono essere tre tipi di consorzi di collocamento:

- sindacati di collocamento, i quali si limitano solo a collocare i titoli sul mercato;
- consorzi di collocamento e garanzia, che si impegnano ad accollarsi l'eventuale invenduto e quindi spetta a loro una remunerazione più elevata in conseguenza al maggior rischio;
- consorzi di assunzione a fermo, dove i partecipanti sottoscrivono per primi le azioni delle società e poi le offrono al pubblico a un prezzo più elevato⁶⁸.

i) *Attività di marketing.*

A questo punto è necessario far conoscere l'operazione ai potenziali investitori, perciò si delinea così l'attività di *marketing*. Nella fase di *pre-marketing* gli analisti delle banche incontrano informalmente i possibili investitori per presentare l'azienda e per far formare a loro un giudizio sul possibile intervallo di prezzo dell'IPO. Anche i *road show* danno la possibilità di illustrare le caratteristiche dell'operazione e le potenzialità

⁶⁸ F. Cartei. *Le operazioni sul mercato primario e le offerte pubbliche di acquisto*, op.cit., pp. 94-95.

della società quotanda, ma questi sono invece incontri formali, tra il *top management* e gli investitori istituzionali, organizzati presso i maggiori centri finanziari internazionali. Infine è possibile organizzare anche incontri *one-on-one*.

Svolgimento dell'offerta

j) Bookbuilding e fissazione del prezzo.

L'elemento più importante per il successo di un'offerta è l'individuazione del *pricing* che dovrebbe rispecchiare le condizioni economico-finanziarie della società e le valutazioni espresse direttamente dal mercato⁶⁹. Nelle aziende di famiglia la fissazione del prezzo è più difficoltosa in quanto si contrappongono gli interessi della famiglia imprenditoriale da una parte e del mercato dall'altra. Il mercato troverà conveniente l'investimento se le quote collocate sul mercato hanno un valore superiore rispetto al prezzo richiesto; la famiglia preferirà invece il caso in cui i benefici ottenibili, riguardanti le opportunità di crescita e la maggior negoziabilità della quota di controllo, siano superiori alla differenza tra il vero valore dell'azienda e il prezzo di emissione⁷⁰.

Spesso si ricorre al cosiddetto "*underpricing*", ovvero alla fissazione di un prezzo più basso rispetto a quello reale per rendere più appetibile l'operazione e per favorire la dispersione del flottante in modo da evitare il formarsi di gruppi di soci in grado di esercitare un'influenza sulla società⁷¹.

Per prima cosa, attraverso il meccanismo del *bookbuilding* viene determinata una forchetta dei prezzi all'interno della quale può variare il prezzo finale d'offerta. Il *bookbuilding* consiste nella raccolta in un *book* istituzionale di tutti gli ordini di acquisto o sottoscrizione degli investitori istituzionali, ordinati in funzione del prezzo o della dimensione, che permette di fissare un prezzo minimo e uno massimo⁷².

⁶⁹ *Appunti di Tecnica di Borsa*, prof. F. Cartei.

⁷⁰ R. Tiscini. *Il valore economico delle aziende di famiglia*, op.cit., p. 487 e seguenti.

⁷¹ In ogni caso devono essere valutati i vantaggi che l'imprenditore si aspetta di ottenere rispetto agli svantaggi. La fissazione di un prezzo troppo basso renderebbe l'operazione non più conveniente per l'imprenditore.

⁷² Nel caso di *open price bookbuilding* viene fissato solo un *range* indicativo che può essere modificato in base alle condizioni di mercato e dell'interesse manifestato dai sottoscrittori. Dovrà essere fissato comunque un prezzo massimo, vincolante per la determinazione del prezzo finale d'offerta. Vedi *Glossario Borsa Italiana*.

Dopo l'approvazione dell'assemblea dell'intervallo di prezzo fissato, sulla base delle proposte di acquisto pervenute, il *global coordinator*, sentito l'offerente, stabilisce il prezzo di collocamento che è unico per tutti i tipi di sottoscrittori.

k) Collocamento del titolo.

Le azioni vengono poi assegnate ai membri del consorzio di collocamento i quali si occupano dell'offerta al pubblico. Le offerte possono essere di tre tipi:

- di vendita (OPV), che prevedono l'offerta di azioni già emesse e producono un'entrata a favore dei vecchi soci che vendono le proprie azioni;
- di sottoscrizione (OPS), a seguito di una delibera di aumento di capitale dove gli azionisti già esistenti rinunciano, in tutto o in parte, all'esercizio dei diritti d'opzione;
- miste (OPVS), sia di vendita che di sottoscrizione.

Solitamente le offerte pubbliche si svolgono in più *tranches*, una rivolta agli investitori professionali e un'altra ai risparmiatori.

Nel caso in cui la domanda dei titoli fosse superiore all'offerta, si dovrà procedere al riparto secondo criteri indicati nel prospetto informativo⁷³.

l) Inizio delle negoziazioni e delle stabilizzazione.

Il valore del primo giorno di quotazione rappresenta un indicatore importante della riuscita dell'operazione. Per sostenere la quotazione in Borsa ed evitare che il sottoscrittore si liberi subito del titolo cedendolo al mercato con conseguente effetto deprimente sul corso dello stesso, il *global coordinator* assume un impegno di stabilizzazione dei corsi dei titoli nei primi giorni di quotazione e sono previste solitamente alcune clausole⁷⁴:

- *bonus share*: assegnazione gratuita di azioni per gli investitori che hanno conservato, senza soluzione di continuità, per alcuni mesi, la proprietà delle azioni ricevute;

⁷³ F. Cartei. *Le operazioni sul mercato primario e le offerte pubbliche di acquisto*, op.cit., p. 94.

⁷⁴ *Appunti di Tecnica di Borsa*, prof. F. Cartei.

- *lock up*: i maggiori azionisti della società si assumono l'impegno di non vendere i propri titoli per un periodo determinato;
- *green shoe*: in caso di domanda molto elevata, possono essere offerte sul mercato ulteriori azioni per una percentuale indicata nel Prospetto informativo, di solito pari al 10-15% di quelle già emesse. Gli incassi derivanti sono utilizzati per sostenere il prezzo delle azioni in Borsa nei giorni successivi alla quotazione. Se il titolo non ha mostrato necessità di sostegno, tuttavia i soci di controllo si trovano ad aver ceduto un'ulteriore quota di azioni sul mercato in una fase per loro vantaggiosa, dato il successo dell'IPO.

4.4 – L'iter di quotazione su AIM Italia/MAC (cenni)

La quotazione di un'impresa in un sistema multilaterale di negoziazione, in particolare AIM Italia/MAC, è più veloce e flessibile rispetto alla quotazione sul mercato principale. Dalla prima fase di avvio delle attività preparatorie, tra cui la scelta del *Nomad* e l'avvio della *due diligence*, al momento della definizione del prezzo finale passano circa quattro mesi che sono necessari per definire e completare tutti i documenti e gli adempimenti obbligatori e iniziare a farsi conoscere ai potenziali investitori. Sono inoltre previsti solo dieci giorni, con una netta riduzione dei tempi, dalla comunicazione di pre-ammissione al collocamento dei titoli sul mercato.

Prima di avviare il processo di quotazione è comunque opportuno effettuare un'attenta analisi degli aspetti societari e gestionali e pianificare nel tempo le attività preparatorie, per massimizzare i benefici della quotazione.

La società non deve redigere il Prospetto informativo, ma è sufficiente il documento di ammissione, che riporta le informazioni utili per gli investitori relative all'attività della società, al management, agli azionisti e ai dati economico-finanziari, con il conseguente sostenimento di minori costi. Nei titoli emessi su AIM Italia/MAC possono investire sia gli investitori istituzionali sia *retail*. Tuttavia in quest'ultimo caso, se la sottoscrizione è effettuata durante l'IPO, è necessaria anche la pubblicazione del Prospetto informativo⁷⁵.

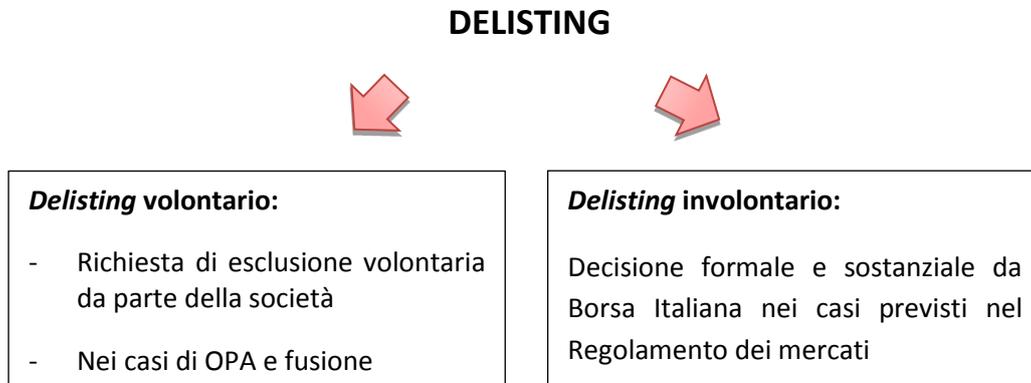
⁷⁵ Vedi *Regolamento Emittenti di AIM Italia-MAC* del 3 marzo 2014.

5 – Il procedimento inverso: il delisting

Nel paragrafo precedente, abbiamo parlato delle procedure che devono essere seguite per potersi quotare sui mercati finanziari. Nel corso della vita di un'impresa, può tuttavia succedere che, ad un certo punto, non risulti più conveniente essere quotati su un mercato oppure che i requisiti necessari richiesti vengano meno. Allora si dovrà ricorrere oppure potrà essere imposto il cosiddetto “*delisting*”, ovvero la revoca dei propri strumenti finanziari quotati su un mercato azionario. Il *delisting* è un fenomeno relativamente recente che è apparso particolarmente rilevante soltanto dai primi anni del 2000, in coincidenza con lo scoppio della bolla speculativa sui principali mercati azionari del mondo, e perciò gli studi e i lavori di ricerca sul tema sono scarsi, in particolare in ambito europeo⁷⁶.

La normativa italiana, prevede l'esistenza di due diverse modalità per uscire da un mercato regolamentato: il *delisting* volontario e il *delisting* involontario (Figura 5).

Figura 13 – Tipi di delisting



Fonte: elaborazione personale

Nel primo caso è la società stessa che richiede di uscire dal mercato, mentre nel secondo caso è la Borsa a deliberare per qualche ragione la revoca dei titoli. Tuttavia la letteratura predominante considera tra le revoche volontarie anche quei casi in cui a determinare l'uscita dal mercato di una società sia un'operazione di OPA⁷⁷ o di

⁷⁶ M. Geranio. *I delisting del mercato azionario italiano: analisi empirica delle cause e delle conseguenze*, in Newfin Working Paper, n. 7/04 Università Bocconi, Milano, novembre 2004, p. 1.

⁷⁷ L'Offerta Pubblica di Acquisto è un'offerta rivolta al pubblico degli investitori ed è finalizzata all'acquisto di strumenti finanziari. Vedi Glossario Borsa Italiana.

Fusione. Infatti la decisione presa da Borsa Italiana in tali operazioni è solo formale, in quanto la società è consapevole del fatto che venendo meno il requisito del flottante nel primo caso o la propria autonomia nel secondo caso, sarà costretta ad abbandonare il listino⁷⁸.

Nel seguito verranno analizzati i *delisting* dei titoli azionari quotati sui mercati regolamentati. Per quanto riguarda il mercato AIM Italia/MAC possiamo dire brevemente che Borsa Italiana può revocare la società su richiesta della stessa, previa comunicazione al *nominated adviser* e approvazione di non meno del 90% dei voti degli azionisti riuniti in assemblea, oppure qualora la quotazione degli strumenti finanziari siano stati sospesi dalle negoziazioni per almeno sei mesi per⁷⁹:

- negoziazioni degli strumenti finanziari non ordinate;
- non rispetto del Regolamento;
- motivi di protezione degli investitori;
- motivi di integrità e reputazione del mercato.

5.1 - Il *delisting* involontario

La normativa italiana dispone la revoca della quotazione di uno strumento finanziario su un mercato regolamentato «in caso di prolungata carenza di negoziazione ovvero se reputa che, a causa di circostanze particolari, non sia possibile mantenere un mercato normale e regolare per tale strumento»⁸⁰.

Il regolamento dei Mercati indica a Borsa Italiana quali sono gli elementi da valutare ai fini della revoca⁸¹:

- a) controvalore medio giornaliero delle negoziazioni eseguite nel mercato e numero medio di titoli scambiati, rilevati in un periodo di almeno diciotto mesi;
- b) frequenza degli scambi registrati nel medesimo periodo;
- c) grado di diffusione tra il pubblico degli strumenti finanziari in termini di controvalore e di numero dei soggetti detentori;

⁷⁸ M. Geranio. *I delisting del mercato azionario italiano*, op.cit., p. 3.

⁷⁹ Vedi *Regolamento Emittenti di AIM Italia-MAC* del 3 marzo 2014, pp. 13-14.

⁸⁰ Art. 2.5.1. comma 1 b) del *Regolamento dei mercati* del 30 settembre 2013.

⁸¹ Art. 2.5.1. comma 5 del *Regolamento dei mercati* del 30 settembre 2013.

- d) ammissione dell'emittente a procedure concorsuali⁸²;
- e) giudizio negativo della società di revisione, ovvero impossibilità per la società di revisione di esprimere un giudizio, per due esercizi consecutivi;
- f) scioglimento dell'emittente;
- g) sospensione dalla quotazione per una durata superiore a 18 mesi.

Innanzitutto il *delisting* di un titolo può essere determinato dal venire meno di un qualche requisito di quotazione, come per esempio la mancanza di generare ricavi in condizioni di autonomia gestionale, la sottoposizione dell'ultimo bilancio a revisione contabile, la libera trasferibilità delle azioni, un flottante pari ad almeno il 25% del capitale e una capitalizzazione minima di mercato.

Un caso specifico è quello della revoca in conseguenza ad un prolungato periodo di sospensione⁸³: se superati i diciotto mesi dall'adozione del provvedimento di sospensione non sono venuti meno i motivi che avevano spinto Borsa Italiana ad emanarlo, quest'ultima ha la facoltà di deliberare la sua definitiva rimozione dal listino. La sospensione, ovvero l' interruzione non programmata del normale processo di contrattazione di uno strumento finanziario, può essere richiesta da Borsa Italiana «se la regolarità del mercato dello strumento stesso non è temporaneamente garantita o rischia di non esserlo, ovvero se lo richieda la tutela degli investitori»⁸⁴. Gli elementi che possono incidere nella delibera di sospensione sono⁸⁵:

- a) diffusione o mancata diffusione di notizie, che possono incidere sul regolare andamento del mercato;
- b) delibera di azzeramento del capitale sociale e di contemporaneo aumento al di sopra del limite legale;
- c) ammissione dell'emittente a procedure concorsuali;
- d) scioglimento dell'emittente;

⁸² Le procedure concorsuali sono procedure giudiziarie promosse nel caso in cui un imprenditore commerciale è insolvente, cioè incapace di saldare i propri debiti con i creditori. Esse si articolano nel fallimento, nel concordato preventivo e nella liquidazione coatta amministrativa. Ulteriore procedura, avente invece il fine di garantire la conservazione del patrimonio di un'impresa insolvente è l'Amministrazione straordinaria.

⁸³ Le sospensioni delle negoziazioni possono essere automatiche, quando sono innescate da un evento specifico come il superamento di alcune soglie di prezzo, oppure discrezionali, dove sono dichiarate dall'Autorità di mercato in circostanze che possono generare turbative all'ordinato svolgimento delle negoziazioni.

⁸⁴ Art. 2.5.1. comma 1, a) del *Regolamento dei mercati* del 30 settembre 2013.

⁸⁵ Art. 2.5.1. comma 2 del *Regolamento dei mercati* del 30 settembre 2013.

e) giudizio negativo della società di revisione, ovvero impossibilità per la società di revisione di esprimere un giudizio, per due esercizi consecutivi.

Nelle situazioni più gravi tuttavia, la sospensione risulta essere un provvedimento insufficiente, e Borsa Italiana può prendere in questi casi l'opportuna decisione di revocare il titolo.

Inoltre, Borsa Italiana può richiedere la revoca anche nei casi in cui per le obbligazioni convertibili, i warrant, gli strumenti finanziari derivati cartolarizzati e gli altri strumenti finanziari assimilabili, venga meno la quotazione delle attività sottostanti⁸⁶ e nel caso in cui un analogo provvedimento sia stato disposto dalla competente autorità estera o dalla società di gestione del mercato regolamentato europeo di riferimento oppure qualora non sia più disponibile in maniera sistematica presso il pubblico in lingua inglese l'informativa di cui all'articolo 2.2.45, comma 2, lettera a)⁸⁷.

In ogni caso nell'assumere una tale decisione, Borsa Italiana dispone di un elevato potere discrezionale. Ciò implica che non sempre a seguito della mancata conformità ad uno o più standard di quotazione una società venga esclusa automaticamente dalle contrattazioni, ma costituisce soltanto un presupposto per una potenziale revoca, spettando solo a Borsa Italiana la decisione finale. È vero che questa significativa discrezionalità permette di salvare quelle società caratterizzate fino a poco tempo prima da ottime performance e con un passato rilevante, ma di fatto vengono privilegiate solo le grandi imprese.

Qualora Borsa Italiana proceda alla revoca dei titoli deve inviare alla società emittente una comunicazione scritta con la quale vengono richiamati gli elementi che costituiscono presupposto per la revoca e viene fissato un termine non inferiore a 15 giorni per la presentazione di deduzioni scritte. Borsa Italiana prende la decisione definitiva entro 60 giorni dall'invio della comunicazione⁸⁸. Se necessario, sia la società, per avere dei chiarimenti, sia Borsa Italiana stessa, possono richiedere

⁸⁶ Art. 2.5.1. comma 7 del *Regolamento dei mercati* del 30 settembre 2013.

⁸⁷ Art. 2.5.1. comma 9 del *Regolamento dei mercati* del 30 settembre 2013.

⁸⁸ Il termine di 60 giorni può essere interrotto da Borsa Italiana con propria comunicazione, per una sola volta, qualora la stessa ravvisi la necessità di richiedere ulteriori dati e informazioni in relazione ad eventi rilevanti intervenuti successivamente all'avvio della procedura di revoca. In questo caso, a partire dalla data del ricevimento della relativa documentazione, decorre nuovamente il suddetto termine di 60 giorni. Art. 2.5.2. comma 4 del *Regolamento dei mercati* del 30 settembre 2013.

un'audizione. La Consob e il mercato in generale inoltre devono essere immediatamente informati delle procedura di revoca⁸⁹.

5.2 - Il *delisting* volontario

Il vero e proprio caso di *delisting* volontario è quello in cui è la società stessa a richiedere l'esclusione dalla quotazione dei propri titoli azionari. L'art. 133 del TUF stabilisce che «le società italiane con azioni quotate nei mercati regolamentati italiani, previa deliberazione dell'assemblea straordinaria, possono richiedere l'esclusione dalle negoziazioni dei propri strumenti finanziari, secondo quanto previsto dal regolamento del mercato, se ottengono l'ammissione su altro mercato regolamentato italiano o di altro paese dell'Unione Europea, purché sia garantita una tutela equivalente degli investitori, secondo i criteri stabiliti dalla Consob con regolamento».

La società deve fare un'apposita richiesta scritta ed allegare alcuni documenti che attestino: la volontà dell'assemblea straordinaria di richiedere l'esclusione, l'ammissione a quotazione su un altro mercato regolamentato italiano o di un altro Paese dell'Unione Europea, e il parere favorevole legale rilasciato dalla Consob circa l'esistenza nel mercato di quotazione di una disciplina dell'offerta pubblica di acquisto obbligatoria applicabile all'emittente e di altre condizioni atte a garantire una tutela equivalente agli investitori⁹⁰. Dalla presentazione della richiesta, all'effettiva esclusione dalle negoziazioni decorrono almeno tre mesi⁹¹. Il provvedimento di Borsa Italiana deve essere tempestivamente comunicato al pubblico mediante Avviso di Borsa Italiana e quindici giorni prima della data di decorrenza dell'esclusione dalle negoziazioni, l'emittente deve pubblicare almeno su un quotidiano a diffusione nazionale un avviso che rinnova l'informativa al pubblico circa l'imminente esclusione dalle negoziazioni⁹².

⁸⁹ Art. 2.5.2. del *Regolamento dei mercati* del 30 settembre 2013.

⁹⁰ Art. 2.5.6. comma 2 del *Regolamento dei mercati* del 30 settembre 2013.

⁹¹ Art. 2.5.6. comma 3 del *Regolamento dei mercati* del 30 settembre 2013.

⁹² Art. 2.5.6. comma 3 e comma 4 del *Regolamento dei mercati* del 30 settembre 2013.

Tuttavia i casi in cui la società richieda l'esclusione dalla contrattazione su un mercato regolamentato per approdare su un altro, sono estremamente rari. Più frequenti sono invece quelle situazioni in cui vi è solo una precisa volontà da parte della società di uscire dal listino e in questo caso, l'unico modo possibile per uscirne è attraverso un' Offerta Pubblica d'Acquisto, che miri all'acquisto integrale del capitale diffuso presso il pubblico, oppure attraverso la fusione per incorporazione in un'altra impresa non quotata.

In seguito a una fusione per incorporazione, l'impresa incorporante mantiene la sua identità ed acquisisce le attività e le passività della società incorporata quotata. Quest'ultima tuttavia cessa di esistere come attività d'impresa a sé stante⁹³.

Per quanto riguarda l'Offerta Pubblica d'Acquisto, spesso si verifica che gli azionisti di maggioranza dell'impresa, oppure i *manager* o acquirenti esterni, promuovano per svariati motivi l'acquisto della totalità delle azioni in circolazione, comportando il venir meno di uno dei requisiti minimi più importanti richiesti per la quotazione, quello del flottante, cioè quella parte del capitale sociale effettivamente in circolazione sul mercato azionario⁹⁴. Un caso particolare che riguarda nello specifico le *family business* è il cosiddetto *family buy out*, dove l'acquirente della società è la famiglia imprenditoriale, costituita dalla totalità o da solo una parte dei suoi membri, che faceva già parte della compagine societaria prima dell'operazione. Dal punto di vista del finanziamento dell'operazione, possiamo distinguere tra le operazioni finanziate con indebitamento oppure con risorse degli acquirenti⁹⁵. Il *family leveraged buy out* (FLBO) prevede la costituzione di una società veicolo, o *newco*, mediante il conferimento di proprie quote o azioni. La nuova società assume un finanziamento, garantito dalle proprie azioni, destinato all'acquisizione delle azioni della società *target*, che vengono a costituire anch'esse garanzia del finanziamento. Una volta che è stata lanciata l'OPA sulla società *target* si procede alla fusione per incorporazione

⁹³ M. Geranio. *I delisting del mercato azionario italiano*, op.cit., p. 3.

⁹⁴ M. Geranio. *I delisting del mercato azionario italiano*, op.cit., p. 12.

⁹⁵ R. Tiscini. *Il valore economico delle aziende di famiglia*, op.cit., p. 396 e seguenti. È previsto anche un'ulteriore modalità più particolare di finanziamento attraverso le risorse dell'azienda stessa dopo l'operazione.

della società *target* nella società veicolo, o viceversa, della società veicolo nella società *target* (fusione inversa)⁹⁶.

In ogni caso l'OPA può essere sia di tipo volontario, la cui iniziativa proviene esclusivamente dall'offerente, sia obbligatoria, ovvero è l'ordinamento a costringere l'offerente all'offerta di acquisto totalitaria.

Al fine dell'acquisizione di un controllo totalitario, per poter revocare i titoli dalla quotazione esistono diversi tipi di OPA:

- OPA successiva totalitaria. Secondo l'Art. 106 del TUF comma 1, «chiunque, a seguito di acquisti, venga a detenere una partecipazione superiore alla soglia del trenta per cento» deve promuovere un'offerta pubblica di acquisto sulla totalità dei titoli ammessi alla negoziazione della società in un mercato regolamentato;
- OPA preventiva totalitaria, che è disciplinata dall'art 107 del TUF ed è lanciata da chiunque miri ad acquisire una quota del capitale sociale di una società quotata superiore al 30%;
- OPA a cascata. Secondo l'Art. 45 del Regolamento Consob, l'acquisto di azioni di una società, la quale consente a sua volta di detenere più del 30 per cento delle azioni ordinarie in un'altra società quotata o il controllo di una società non quotata, determina l'obbligo dell'offerta pubblica. Tale obbligo sussiste anche quando l'acquirente venga a detenere tale percentuale per effetto della somma di partecipazioni dirette e indirette;
- OPA residuale. L'Art 108 del TUF dice che «chiunque venga a detenere una partecipazione superiore al 90% del capitale rappresentato da titoli ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato, ha l'obbligo di acquistare i restanti titoli ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato da chi ne faccia richiesta, se non ripristina entro novanta giorni un flottante sufficiente ad assicurare il regolare andamento delle negoziazioni». L'obbligo non sussiste nel caso in cui la percentuale sia stata raggiunta da un OPA totalitaria;
- *Squeeze-out*, è il diritto d'acquisto disciplinato dall'Art. 111 del TUF che permette all'offerente, «che venga a detenere a seguito di offerta pubblica totalitaria una

⁹⁶ A. Borelli. *La modifica e il consolidamento degli assetti proprietari dell'azienda di famiglia: il Family buy out* in Centro Studi De Poli, *Quaderno 4: Assetti Proprietari e organizzativi delle aziende di famiglia* del 10 settembre 2013, p. 20 e seguenti.

partecipazione almeno pari al 95% del capitale», di acquistare i titoli residui entro tre mesi dalla scadenza del termine per l'accettazione dell'offerta, se ha dichiarato nel documento d'offerta l'intenzione di avvalersi di tale diritto⁹⁷;

- OPA di concerto. Le disposizioni relative all'OPA sono applicabili, secondo l'Art 109 del TUF, anche quando più soggetti operanti in concerto superino le soglie indicate. Si considerano acquisizioni di concerto quelle fatte per esempio da un soggetto e le società da esso controllate, gli aderenti ad un patto parasociale, le società sottoposte a comune controllo, una società con i suoi amministratori e direttori generali⁹⁸.

Il Regolamento dei mercati prevede esplicitamente la revoca dei titoli da Borsa Italiana qualora sussista un obbligo di acquisto residuale o se ricorrano i presupposti di cui all'articolo 111 del TUF, a decorrere dal giorno di borsa successivo all'ultimo giorno di pagamento del corrispettivo, salvo che il soggetto obbligato dichiari l'intenzione di ripristinare il flottante⁹⁹.

Il procedimento dell'Offerta Pubblica d'Acquisto si svolge come indicato dagli Art. 102 e seguenti del TUF. Coloro che effettuano un'OPA devono darne preventiva comunicazione alla Consob allegando un Documento d'offerta contenente tutte le informazioni necessarie per consentire ai destinatari di pervenire ad un giudizio fondato. Per le società aventi i titoli quotati, tale documento può essere pubblicato dopo 15 giorni, periodo entro il quale la Consob può richiedere informazioni aggiuntive. L'Offerta prende avvio da questo momento, ma l'adesione all'Offerta può avvenire solo trascorsi 5 giorni dalla pubblicazione e la cui durata varia da un minimo di 15 giorni, per le OPA volontarie, e di 25, per quelle obbligatorie, a un massimo rispettivamente di 25 e 40 giorni, anche se può essere prorogata fino a 55 giorni. L'OPA obbligatoria deve essere promossa al prezzo più alto pagato dall'offerente per acquisti di titoli della medesima categoria effettuati in un periodo determinato a livello nazionale che può andare dai 6 ai 12 mesi. L'offerente può modificare l'offerta fino a tre giorni prima della data di chiusura, a patto che non venga ridotta la quantità e che il corrispettivo globale sia superiore di almeno il 2% rispetto all'offerta originaria. Sono

⁹⁷ In passato la soglia prevista era pari al 98%.

⁹⁸ *Appunti di Tecnica di Borsa*, prof. F. Cartei.

⁹⁹ Art. 2.5.1. comma 6 del *Regolamento dei mercati* del 30 settembre 2013.

ammesse inoltre offerte concorrenti da parte di altri soggetti entro cinque giorni dalla chiusura dell'offerta originaria, ovvero dall'ultima offerta presentata¹⁰⁰.

6 – Le principali motivazioni al delisting

Eccetto i casi in cui il *delisting* viene imposto dalle autorità, l'OPA è generalmente promossa dagli stessi soci di maggioranza che sentono l'esigenza di allontanarsi dalla quotazione per svariati motivi. E' possibile che l'azienda senta la necessità di far entrare nel capitale dell'azienda un fondo di *Private Equity*. Questo tipo di investitori generalmente acquistano azioni di aziende quotate a condizioni vantaggiose, le fanno uscire dal mercato in modo da ristrutturarle per creare maggior valore ed infine le quotano nuovamente ottenendo notevoli guadagni in conto capitale.

Tuttavia nella maggior parte dei casi, la società revoca la propria quotazione perché essa non ha portato i benefici sperati e non sono stati raggiunti gli obiettivi prefissati oppure per ragioni strategiche¹⁰¹.

Vediamo di seguito, quali sono le principali motivazioni al *delisting*¹⁰²:

- *ristrutturazioni e strategie a lungo termine.*

Alcune società optano per il *delisting* per compiere più liberamente operazioni di ristrutturazione e strategie di espansione. Tali operazioni, che hanno un orizzonte temporale di medio-lungo termine, potrebbero risultare finanziariamente impegnative e richiedere particolare flessibilità gestionali ed organizzative. Le decisioni strategiche e gli investimenti potrebbero avere un impatto negativo sulla redditività di breve periodo con conseguenti penalizzazioni sul titolo in una situazione di azionariato pubblico e diffuso. Inoltre una politica di riduzione degli utili, necessaria per autofinanziare lo sviluppo societario, viene spesso valutata negativamente dal mercato nonostante sia vantaggiosa per l'impresa e, nel medio-lungo periodo, anche per tutti gli azionisti. Una tale strategia è dunque più efficacemente perseguibile in una situazione di azionariato concentrato;

¹⁰⁰ F. Cartei. *Le operazioni sul mercato primario e le offerte pubbliche di acquisto*, op.cit., p. 108 e seguenti.

¹⁰¹ M. Geranio. *I delisting del mercato azionario italiano*, op.cit., pp. 13-14.

¹⁰² M. Geranio. *I delisting del mercato azionario italiano*, op.cit., p. 15 e seguenti.

- *sottovalutazione dei titoli.*

Spesso i titoli societari hanno un valore inferiore rispetto a quello stimato per le azioni della società stessa. Infatti a volte le azioni della società possono essere penalizzate nel prezzo se sono poco liquide a causa dell'esiguità del flottante, oppure se il gruppo di controllo e il *management* non sfruttano le potenzialità dell'azienda. Di conseguenza i risparmiatori preferiscono investire in società concorrenti più innovative e dinamiche.

Dato che il prezzo di mercato sconta tali fattori, la società potrebbe trovare vantaggio nel revocare le proprie azioni e finanziarsi con fonti più "pazienti", come per esempio con i fondi di *Private Equity*;

- *ragioni speculative.*

Alcune aziende si quotano rapidamente in Borsa per sfruttare il trend favorevole di mercato e si ritirano però anche altrettanto velocemente in presenza di un andamento dei prezzi poco soddisfacente. In questi casi le scelte di quotazione, e di successivo *delisting*, rispondono a soli criteri di convenienza economica di breve termine più che a un obiettivo strategico;

- *leverage sotto-dimensionato.*

A causa di un possibile disinteresse per i titoli della società da parte degli investitori, l'impresa potrebbe incontrare delle difficoltà nel finanziare i suoi progetti ed essere obbligata a ricorrere all'indebitamento. Tuttavia l'incremento del debito in un'azienda già poco apprezzata dal mercato, anche se con un'alta redditività operativa e una solida posizione finanziaria netta, potrebbe far diminuire ancora il valore dei titoli. Un'azienda sottovalutata dalla Borsa, ma con grandi potenzialità potrebbe quindi uscire dal listino e finanziarsi sfruttando il meccanismo della leva finanziaria;

- *costi di permanenza nel listino eccessivi*

Una delle cause che possono influenzare la decisione di revoca sono gli eccessivi costi legati alle commissioni da conferire alle istituzioni organizzatrici, ai vari consulenti che supportano la società e al mantenimento dei rapporti con le varie categorie di investitori. Questi oneri, normalmente dovrebbero essere previsti nel momento della fase di studio di fattibilità della quotazione. Tuttavia sono molto

elevati e in una piccola-media impresa possono incidere in misura rilevante. La presenza di costi eccessivi può quindi essere uno dei motivi, che unito ad altri, porta l'impresa a richiedere la revoca volontaria dei propri titoli.

Possono esistere anche altri motivi che portano le aziende ad uscire dal mercato, ognuno dei quali deve essere specificamente descritto nei documenti redatti dalle imprese nel momento di avvio della procedura di *delisting*.

In ogni caso è necessario che le aziende, prima di compiere questo passo, valutino molto attentamente la convenienza economica ad uscire dai mercati finanziari e raffrontino i vantaggi e i benefici ottenibili con gli svantaggi e i costi derivanti dalla quotazione.

CAPITOLO 3

La creazione di valore

SOMMARIO: 1. Introduzione al valore – 2. I limiti e la “miopia” del reddito d’esercizio – 3. Creazione di valore per gli azionisti e per gli altri *stakeholder* - 4. Un sistema orientato alla creazione di valore – 4.1. Il vantaggio competitivo - 4.2. Le decisioni strategiche – 4.3. Le decisioni operative – 4.4. Casi di distruzione di valore - 4.5. Creazione di valore d’esercizio e creazione di valore totale – 4.6 La creazione di valore nella cultura d’impresa – 5. Peculiarità della creazione di valore nelle imprese familiari – 6. L’EVA[®] come metodo di misurazione della creazione di valore - 6.1. Un metodo basato sul reddito residuale – 6.2. Il calcolo del NOPAT e del COIN – 6.3. Le principali rettifiche da effettuare – 6.4. Il calcolo del costo medio ponderato del capitale - 6.5. Varianti dell’EVA[®] - 7. L’albero del valore dell’EVA[®] - 8. L’EVA[®] e l’incremento del valore economico dell’azienda – 9. Vantaggi e limiti dell’EVA[®].

1 – Introduzione al valore

La creazione di valore all’interno delle imprese è una filosofia che si è sviluppata a partire dagli anni Ottanta, in conseguenza alle numerose operazioni straordinarie messe in atto dalle imprese americane e seguite poi, per effetto della globalizzazione, anche da quelle europee. Con il tempo, questa filosofia si è successivamente radicata nella cultura e nella mentalità di ogni tipo di azienda, sia familiare che non familiare, ed è diventata un punto di riferimento per la presa di ogni decisione rilevante. Creare valore significa realizzare un qualcosa che giustifichi tutti gli sforzi, le energie, le risorse impiegate per ottenerlo e che incentivi l’esistenza e la continuità dell’azienda¹. La teoria della creazione di valore si basa sul concetto di valore economico del capitale, cioè sul valore dell’impresa intesa come investimento. Innanzitutto è necessario quindi definire che cosa s’intende con il termine valore: il valore di un bene, e nello specifico di un’azienda o di un suo ramo, può essere definito come quella quantità di moneta necessaria per poter trasferire sul mercato il bene, anche se non è

¹ G. Donna. *La creazione di valore nella gestione dell’impresa*, Roma: Carocci, 1999, p. 25 e seguenti.

essenziale la volontà di cederlo realmente. Tale valore è un valore atteso che dipende dalle previsioni sull'andamento futuro dell'azienda e dalla soggettività di chi compie la valutazione, ma si basa su ipotesi razionali, realistiche e condivisibili da tutti².

A seconda degli elementi che vengono presi in considerazione e delle motivazioni che spingono ad effettuare la valutazione, il valore può assumere configurazioni diverse. A noi interessa quello economico. Il valore economico è quel valore che viene calcolato considerando l'azienda in ottica *stand alone*, ovvero senza considerare la stima di eventuali sinergie derivanti da operazioni con altre realtà aziendali, e in ottica *as is*, cioè considerando solo le condizioni operative finanziarie in atto e i cambiamenti strategici spontanei della formula imprenditoriale. Ci si riferisce quindi «alla redditività dimostrata dall'azienda o da questa acquisibile con fondatezza nel breve periodo»³. Il capitale economico presenta caratteri di razionalità, dimostrabilità, neutralità e stabilità, e quindi ciò significa che⁴:

- la valutazione del capitale deve derivare da un processo chiaro, logico e condivisibile da tutti;
- i parametri utilizzati devono essere credibili e fondati sull'esame di capacità reddituali già sperimentate in passato e facilmente ripetibili in futuro o acquisibili con certezza o quasi;
- il soggetto che compie la valutazione deve essere indipendente dall'azienda;
- la valutazione non deve risentire di eventi contingenti o di cambiamenti di prospettive.

Il valore del capitale economico è stimato tradizionalmente, come è stato suggerito da G. Zappa, attraverso la capitalizzazione dei redditi futuri, scontando i flussi futuri ad un tasso che esprima il rischio d'impresa⁵:

² E. Gonnella. *Logiche e metodologie di valutazione d'azienda: valutazioni stand-alone*, Pisa : Plus-Pisa university press, 2008, p. 21.

³ E. Gonnella. *Logiche e metodologie di valutazione d'azienda*, op.cit., p. 32. Oltre al valore economico, altre configurazioni di valore sono: il valore potenziale, che considera anche l'eventuale evoluzione del *business model* nel medio-lungo periodo (come per esempio in seguito ad un'operazione di *leverage buy out*) e il valore di acquisizione o cessione, dove vengono valutate anche le sinergie, sia positive che negative, derivanti dall'acquisizione o dalla cessione dell'azienda o di una sua parte.

⁴ R. Giannetti. *Dal reddito al valore : analisi degli indicatori di creazione di valore basati sul reddito residuale*, Milano : Giuffrè, 2013, p. 8 e seguenti.

⁵ G. Zappa. *Il reddito d'impresa: scritture doppie, conti e bilanci di aziende commerciali*, Milano: Giuffrè, 1937, p. 96.

$$(1) W = R/i$$

dove:

W = valore dell'azienda;

R = reddito medio prospettico;

i = tasso di capitalizzazione.

Il valore del capitale economico, ottenuto da questa formula, è quindi funzione dei redditi ottenibili svolgendo ordinatamente la gestione e del tasso utilizzato per la capitalizzazione di tali redditi. È un valore unico e inscindibile, che non può essere ricondotto alla sommatoria dei singoli elementi che formano il capitale, nonostante tali elementi condizionino individualmente la gestione, il reddito, il tasso di capitalizzazione ed il conseguente valore del capitale economico⁶.

Il concetto e i metodi di stima del capitale economico si sono però poi sviluppati nel tempo, soprattutto allo scopo di avvicinare i modelli teorici alle esigenze pratiche⁷.

Per l'argomento di cui dobbiamo trattare in questo capitolo, ovvero la misurazione della creazione di valore, è fondamentale il concetto di valore economico del capitale, di cui abbiamo appena trattato, perché la creazione di valore è espressa appunto dall'«incremento di valore di quest'ultimo, dovuto ad un impiego del capitale nella gestione aziendale che origina un rendimento dello stesso superiore al costo⁸».

La creazione del valore così originata si rifletterà poi sui prezzi di Borsa e in questo modo il valore di mercato del capitale andrà a coincidere con il valore del capitale economico, diventando così un utile indicatore per quelle imprese che sono quotate sul mercato. Tuttavia questo sarebbe vero solo nell'assurda ipotesi che vi sia perfetta efficienza nei mercati, ovvero se tutte le informazioni relative all'azienda vengano

⁶ R. Giannetti. *Dal reddito al valore*, op.cit., p. 7.

⁷ I metodi di valutazione esistenti, al fine di valutare l'azienda, possono essere così classificati in:

- metodi reddituali e finanziari, che si basano sulla capacità operativa dell'azienda di generare rispettivamente flussi reddituali o finanziari;
- metodi patrimoniali, che osservano invece la struttura dell'azienda ed effettuano stime analitiche;
- metodi misti, che si basano sia sulla struttura che sull'operatività aziendale e tra cui possiamo individuare i metodi di valutazione basati sull'EVA[®];
- metodi di mercato, che considerano i prezzi negoziati sui mercati.

È possibile individuare due culture valutative prevalenti: quella anglosassone e quella mitteleuropea. La prima adotta e principalmente metodi finanziari e metodi dei multipli; la seconda invece preferisce quelli reddituali.

E. Gonnella. *Logiche e metodologie di valutazione d'azienda*, op.cit., p. 46 e seguenti.

⁸ R. Giannetti. *Dal reddito al valore*, op.cit., p. 24.

riflesse nei prezzi di Borsa. Inoltre bisogna osservare che se il flottante corrisponde a una quota limitata del capitale, il prezzo di mercato esprimerà il valore attribuibile alla sola quota di minoranza e non a tutta l'impresa⁹.

La creazione di valore può essere definita come un obiettivo razionale, ma anche di larga accettazione e stimolante, che interessa tutta la gestione e che porta ad una ricerca quasi ossessiva di tutte le opportunità per accrescere il valore. È molto importante misurare periodicamente la sua grandezza per stabilire la reale *performance* dell'impresa: se ha creato o distrutto valore nel periodo considerato e quali azioni correttive debba eventualmente intraprendere¹⁰.

2 – I limiti e la “miopia” del reddito d’esercizio

Spesso si è portati a considerare il risultato economico d’esercizio come un indice attendibile di creazione di valore. E infatti, in passato la massimizzazione del profitto era visto come l’obiettivo dominante dell’impresa. Al fine di giudicare i risultati economici di un’impresa sono stati messi a punto una serie di indicatori contabili basati sul bilancio d’esercizio, utilizzati a livello gestionale per prendere le decisioni e valutare le prestazioni¹¹. Tuttavia il reddito d’esercizio e, più in generale, le misure contabili non tengono conto principalmente di due fattori:

- il costo del capitale investito;
- le prospettive future dei risultati d’impresa.

Un capitale perde valore se non genera un rendimento tale da compensare adeguatamente il rischio corso dall’investitore. Mentre per il capitale di terzi preso a prestito si ha un costo esplicito, per il capitale proprio non esiste un rendimento minimo da assegnare obbligatoriamente agli azionisti, ma deve essere messo in relazione con la sua rischiosità e tener conto del costo opportunità, ovvero del rendimento che quel capitale avrebbe potuto fruttare se impiegato in attività

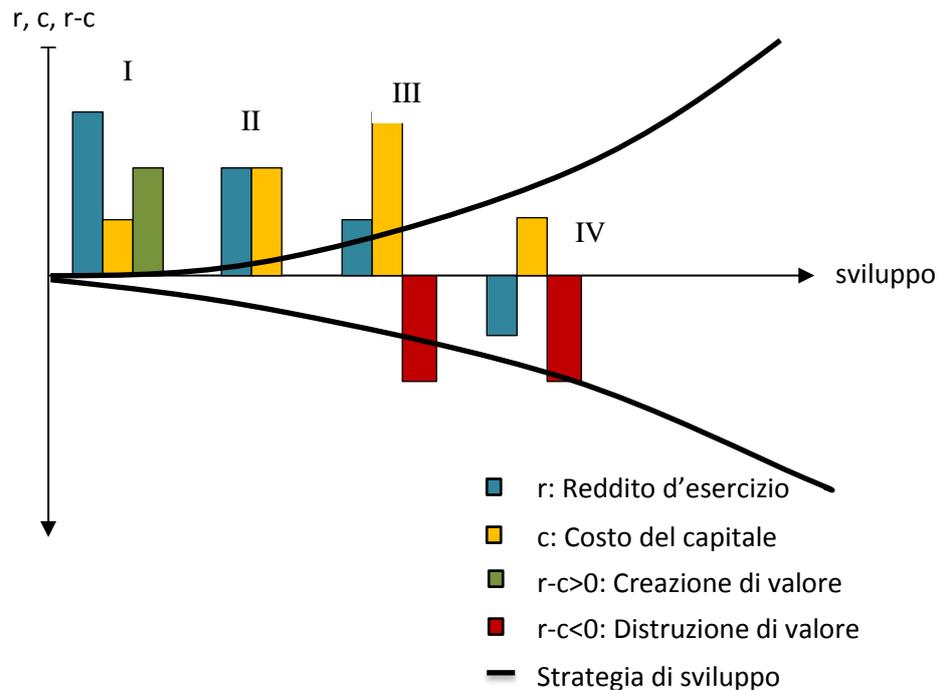
⁹ G. Donna, D. Borsic. *La sfida del valore: strumenti e strategie per il successo dell’impresa*, Milano : Guerini, 2000, p. 231 e seguenti.

¹⁰ L. Guatri. *La teoria di creazione del valore: una via europea*, Milano: Egea, 1991, p.7.

¹¹ G. Donna. *La creazione di valore nella gestione dell’impresa*, op.cit., pp. 37-38.

alternative. Non basta dunque osservare il solo reddito d'esercizio e non è detto che un'impresa in utile crei effettivamente valore, ma è necessario invece che essa riesca a produrre un reddito superiore al costo del capitale investito¹².

Figura 14 – Creazione di valore



Fonte: adattamento da Gonnella (2008), p.215 e da Donna e Borsic (2000), p.30

Come possiamo infatti vedere dalla Figura 1, l'azienda crea valore solo nel caso I, dove il reddito d'esercizio positivo prodotto è maggiore del costo del capitale impiegato. Nel caso II e nel caso III invece, nonostante l'azienda realizzi un utile, non si può dire che essa crei anche valore, in quanto il costo del capitale risulta maggiore o pari alla reddito d'esercizio, e quindi l'azienda distrugge valore o comunque non riesce a realizzarlo.

La mancanza di un riferimento al costo del capitale emerge anche nei principali strumenti decisionali adottati dal *management*, come i piani strategici e i *budget*, i quali pongono l'attenzione solo sui costi e i ricavi iscritti nel conto economico d'impresa¹³. Per questo, molte imprese finiscono per distruggere valore adottando per

¹² G. Donna, D. Borsic. *La sfida del valore*, op. cit., pp. 25-26.

¹³ Nei primi anni del '900 negli Stati Uniti era stata discussa la possibilità di introdurre un onere per il capitale investito nei conti di bilancio.

esempio politiche commerciali aggressive giustificate dalla promessa di un elevato reddito oppure per aver investito in impianti produttivi al fine di massimizzare il margine operativo lordo, che corrisponde al risultato economico prima degli ammortamenti¹⁴.

Un altro limite dei valori contabili di bilancio, e dei relativi indici di redditività, è che essi sono affetti da “miopia”, ovvero hanno come riferimento temporale il singolo esercizio e non considerano le prospettive di redditività futura. Le imprese sono spinte infatti a massimizzare la redditività a breve, per esempio diminuendo i costi di R&S, di formazione del personale, dell’immagine aziendale o a forzare le vendite, ma questo potrebbe penalizzare i risultati in un’ottica di più lungo periodo, e di conseguenza il valore d’impresa. Bisogna ricordare che dietro ad un’elevata redditività corrente si potrebbe nascondere una perdita di valore futura, ma che anche al contrario ad una bassa redditività corrente potrebbe corrispondere un incremento di valore nel futuro¹⁵.

Una delle strade che viene spesso seguita dalle imprese per aumentare il valore aziendale è quella di porsi come obiettivo quello della crescita e sviluppo dell’impresa nel futuro. Tuttavia la crescita si traduce in una leva di creazione di valore positiva solo se la redditività perseguita è superiore al costo del capitale. In caso contrario, la strategia di sviluppo porta al tracollo del valore del capitale ed è quindi da considerare un’arma a doppio taglio (Figura 1)¹⁶.

In ogni caso gli indici di redditività possono comunque costituire una base di riferimento per la misurazione del ritorno economico del capitale, ma solo se si fondano su valori economicamente significativi, evitando le distorsioni derivanti dall’applicazione dei principi contabili e se vengono integrati da un’analisi sull’andamento prospettico del reddito futuro e sul relativo rischio.

Un’azienda vale tanto di più se la redditività è¹⁷:

- elevata, cioè impiegando un certo capitale si deve ottenere il reddito più alto possibile;

¹⁴ G. Donna, D. Borsic. *La sfida del valore*, op.cit., pp. 26-27.

¹⁵ G. Donna. *La creazione di valore nella gestione dell’impresa*, op.cit., p. 39.

¹⁶ G. Donna, D. Borsic. *La sfida del valore*, op.cit., pp. 29-30.

¹⁷ G. Donna. *La creazione di valore nella gestione dell’impresa*, op.cit., pp. 40-41.

- durevole, ovvero l'impresa deve essere orientata al futuro e la redditività si deve quindi mantenere nel tempo;
- sicura: significa che è necessario operare, non in assenza di rischio, ma in modo prudente e consapevole.

3 - Creazione di valore per gli azionisti e per gli altri *stakeholder*

L'orientamento alla creazione di valore è una condizione indispensabile per l'esistenza di ogni impresa, sia piccola che grande, sia quotata che non quotata. Il valore creato nell'esercizio può essere considerato come un reddito cosiddetto "residuale", che residua «dopo aver dedotto dall'utile netto contabile dell'impresa anche il reddito minimo soddisfacente per l'azionista» ed ha remunerato tutti gli altri portatori di interesse¹⁸. L'obiettivo delle imprese è infatti quello di svilupparsi in modo continuo sul mercato e assicurare a tutti gli *stakeholder* la soddisfazione dei rispettivi interessi. Generando nuovo valore infatti, l'impresa si sviluppa, incrementa il ritorno del capitale investito dai soci e remunera tutti gli *stakeholder*¹⁹.

Gli azionisti hanno un ruolo dominante all'interno dell'impresa: essi apportano capitale e sono soggetti a un maggior rischio rispetto agli altri. Richiedono quindi che sia riservato loro il diritto di determinare le decisioni più rilevanti che possono impattare sulla capacità di creare valore e sulle modalità di determinazione del valore creato. Per cui se la loro remunerazione non si riesce a tradurre nella forma di dividendo, può comunque trasformarsi in un aumento del valore del capitale impiegato. Ed infatti nella teoria economica il concetto di creazione di valore dell'azienda viene fatto spesso coincidere con quello di creazione di valore per i soli azionisti, forse derivante dal fatto che tradizionalmente l'obiettivo dell'impresa era visto come quello della massimizzazione dei profitti²⁰.

¹⁸ Club The European House-Ambrosetti. *La creazione di valore* in Lettera Club n. 34, Novembre-Dicembre 2010.

¹⁹ R. Rosin. *La creazione di valore: Il metodo dell'E.V.A.* in Il commercialista Veneto, n. 136, inserto 1, luglio-agosto 2000, p. 3.

²⁰ G. Donna. *La creazione di valore nella gestione dell'impresa*, op.cit., p. 32.

Il *Value Based Management* (VBM), uno dei principali metodi gestionale diffusosi a partire dagli anni Ottanta, ha appunto come obiettivo principale quello di massimizzare il valore degli azionisti. Nelle imprese che adottano il VBM, tutti gli obiettivi, i sistemi, le strategie, i processi, le tecniche di gestione, le misure di performance e la cultura dell'organizzazione devono essere guidate al raggiungimento di tale obiettivo²¹. L'impresa deve quindi prendere decisioni, allocare risorse e remunerare adeguatamente il *management* al fine di creare valore. Per motivare *i manager*, la soluzione migliore è quella di assegnare loro parte della proprietà di azioni della società, in modo da allineare i loro interessi con quelli degli azionisti, anche se, in alcuni casi, essi potrebbero non gradire troppo l'introduzione di tali schemi di remunerazione e ostacolare la diffusione di questo metodo gestionale²².

Il *Value Based Management* deve essere pianificato e diffuso correttamente, e per implementare un sistema efficiente è necessario²³:

- la fissazione della creazione di valore per gli azionisti come obiettivo principale dell'impresa;
- individuare i “*value drivers*”, ovvero capire dove viene creato e dove viene distrutto il valore per ogni *business* ed individuare le opportunità di ristrutturazione;
- l'impegno e la formazione specifica del top management per poter introdurre cambiamenti consistenti all'interno dell'impresa e il coinvolgimento a tutti i livelli dei *manager* operativi;
- lo sviluppo di un programma di comunicazione che assicuri la diffusione dell'importanza del VBM a tutta l'organizzazione, dal *top management* fino ai dipendenti dell'impresa, permettendo così la realizzazione degli obiettivi;
- l'incorporazione della creazione di valore in ogni misura, in ogni processo e in ogni decisione operativa;
- la coerenza tra le misure adottate e l'obiettivo del *business*;

²¹ G. Arnold, M. Davies. *Value Based Management*, New York: John Wiley & Sons, 2000.

²² M. Pellicelli . *Value Based Management. Approccio manageriale al tramonto?*, Dottorato di ricerca in Economia Aziendale, Università di Pavia, 2003, p. 5.

²³ M. Pellicelli . *Value Based Management*, op.cit., p. 5 e seguenti. Si veda anche A. Hennel, A. Warner. *Financial Performance Measurement and Shareholder Value Explained* in *Financial Times Management*, 1998.

- ed infine, un efficiente sistema di controllo, che definisca un insieme di indicatori per guidare i necessari cambiamenti nel comportamento del *management*. Le misure di breve termine sono appropriate per monitorare le *performance* operative, mentre quelle di lungo termine per sviluppare le strategie.

Tuttavia il *Value Based Management* è stato spesso criticato. Una delle principali critiche riguarda il fatto che nel processo di creazione del valore, viene data unicamente importanza agli azionisti e non vengono considerati invece tutti gli altri *stakeholder*. Il perseguire solo questo obiettivo porterebbe prima o poi a scontri all'interno dell'azienda. I difensori del VBM rispondono alla critica affermando che l'unico obiettivo che si pone il *management* è quello della creazione di valore che, se raggiunto, rende realizzabili anche gli interessi di tutti gli altri. Se l'impresa crea valore attira infatti nuovi capitali che può investire nell'interesse dei clienti, dei collaboratori, dei fornitori ed anche dello Stato²⁴. La creazione di valore per gli azionisti porta inoltre, secondo alcuni autori, sia alla crescita economica, della produttività e produzione, sia al benessere e alla soddisfazione di tutto l'ambiente interno ed esterno²⁵. È utile ricordare che comunque non tutti gli azionisti sono uguali e hanno gli stessi obiettivi: possiamo distinguere tra coloro che sono orientati al medio-lungo periodo, gli *investor*, e quelli al breve periodo, i *trader*. La creazione di valore per i primi coincide, nella maggior parte dei casi, alla creazione di valore per l'azienda stessa e ad un continuo miglioramento delle condizioni di equilibrio economico; per i secondi invece, il cui obiettivo è quello di realizzare rendimenti nel più breve tempo possibile, la creazione di valore non coincide con quella dell'azienda perché in contrasto con l'obiettivo di generazione di flussi dell'azienda nel medio-lungo periodo²⁶.

Gli insuccessi del mercato azionario ed il pessimo comportamento di alcuni *manager* hanno fatto del *Value Based Management* un metodo considerato da molti ormai superato ed ad oggi stiamo assistendo al tramontare dell'approccio della creazione del

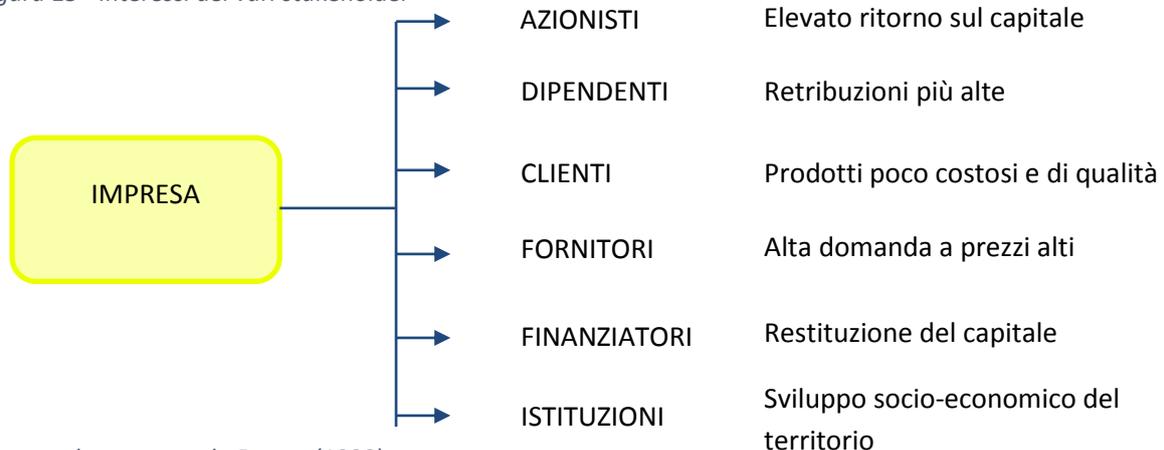
²⁴ M. Pellicelli . *Value Based Management*, op.cit., p. 9 e seguenti. Ulteriori critiche al VBM possono essere le seguenti: utilizzo di una logica esclusivamente finanziaria; misure della performance troppo complesse; comunicazione non bene pianificata; utilizzo di misure standard che non sono rilevanti per il business ed infine la considerazione del VBM come un progetto da utilizzare una volta sola e non come una politica di management che ha continuità nel tempo.

²⁵ G. Donna. *La creazione di valore nella gestione dell'impresa*, op.cit. , pp. 32-33.

²⁶ R. Giannetti. *Dal reddito al valore*, op.cit., pp. 27-28.

valore orientata unicamente agli azionisti. L'impresa deve quindi massimizzare il valore di tutti coloro che hanno un qualche interesse all'interno dell'azienda: clienti, azionisti, dipendenti, fornitori, finanziatori, istituzioni e così via (Figura 2).

Figura 15 - Interessi dei vari stakeholder



Fonte: adattamento da Donna (1999)

A riguardo dobbiamo dire però che la massimizzazione di tutti gli interessi è impossibile perché ogni *stakeholder* ha interessi contrastanti con quelli degli altri ed, essendo non conciliabili, la massima soddisfazione di uno solo di essi esclude il raggiungimento di quella di tutti gli altri. Per cui è preferibile parlare non di massimizzazione bensì di ottimizzazione: l'impresa deve ottimizzare le proprie scelte in modo da ottenere un insieme di valori nel complesso soddisfacenti rispettando adeguate condizioni e vincoli²⁷. L'azienda deve quindi trovare un giusto equilibrio, che sarà diverso da impresa a impresa, e per determinare la diversa distribuzione del valore creato dall'impresa tra i vari *stakeholder*, deve tener conto della forza contrattuale che ogni soggetto è in grado di esprimere e delle opportunità alternative che hanno a disposizione.

²⁷ G. Donna. *La creazione di valore nella gestione dell'impresa*, op.cit. , pp. 30-31.

4 – Un sistema orientato alla creazione di valore

L'azienda deve implementare, prima di ogni altra cosa, un sistema all'interno dell'impresa che, in tutto e per tutto, orienti le sue scelte, riguardo all'organizzazione aziendale, ai sistemi direzionali, alle fonti di approvvigionamento del capitale e alle strategie operative, al fine di creare valore.

Innanzitutto dobbiamo sottolineare che la creazione del valore²⁸:

- si ha quando la redditività conseguita è superiore al costo del capitale;
- è maggiore tanto più lo spread tra redditività e costo del capitale è elevato e tanto più è il tempo in cui si mantiene tale divario;
- aumenta con il tasso di crescita dell'impresa.

Le variabili della creazione di valore osservate, che dipendono dalla posizione competitiva dell'impresa e dalle caratteristiche del *business* sono quindi:

- 1) redditività, e nello specifico redditività operativa;
- 2) costo del capitale;
- 3) prospettive di crescita.

4.1 - Il vantaggio competitivo

Le imprese devono, nello svolgimento della loro attività, cercare di distinguersi dalle altre, in modo da ottenere una redditività superiore rispetto a quella dei *competitors*, ovvero ottenere un cosiddetto vantaggio competitivo. L'ottenimento di un vantaggio competitivo si ripercuoterà poi sulla redditività d'impresa e infatti più elevato è il ROI (*Return on Investment*), ovvero il rendimento del capitale investito nell'attività operativa, più l'impresa avrà un vantaggio competitivo sui concorrenti²⁹.

Secondo la strategia d'impresa di M. Porter (1987)³⁰, l'impresa deve perseguire una strategia di base che può essere focalizzata su tutto il mercato o su un solo segmento, perseguendo un vantaggio di:

²⁸ G. Donna, D. Borsic. *La sfida del valore*, op.cit., pp. 91-92.

²⁹ G. Donna, D. Borsic. *La sfida del valore*, op.cit., p. 93.

³⁰ M.E. Porter. *Competitive advantage: creating and sustaining superior performance*, New York: Free Press, London: Collier Macmillan, 1985.

- costo, che consiste nella capacità di realizzare prodotti di ugual valore con costi inferiori a quelli della concorrenza;
- di differenziazione, che consiste invece nella capacità dell'impresa di offrire prodotti al mercato di qualità superiore rispetto a quella dei concorrenti anche se ad un prezzo maggiore, ma è necessario che la maggiorazione del prezzo non sia compensata dall'aumento di altrettanti costi per l'impresa.

Anzi che su tutto il mercato, l'impresa può decidere di focalizzarsi su un solo segmento nel quale puntare indifferentemente su una strategia di prezzo o di differenziazione. In ogni caso difficilmente l'impresa può perseguire contemporaneamente più strategie, in quanto esse sono incompatibili e l'impresa resterebbe per così dire “a metà del guado”, senza riuscire a creare valore³¹.

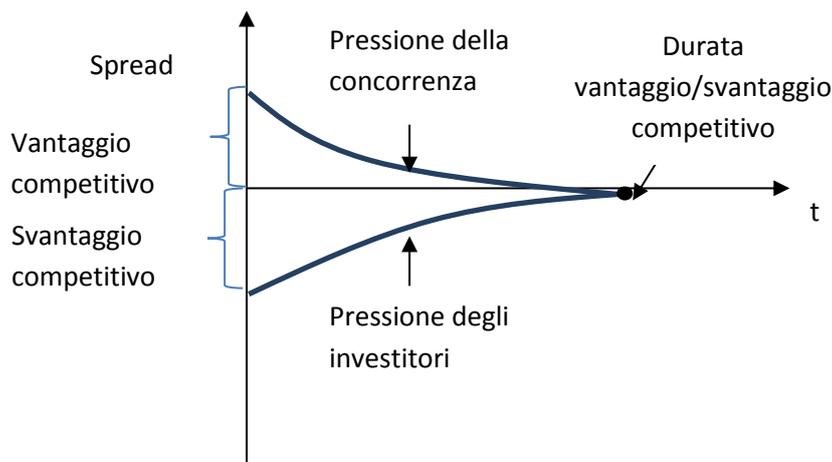
Il perseguimento del vantaggio competitivo avviene implementando la cosiddetta “catena del valore”, ovvero l'insieme delle attività, come la progettazione, l'approvvigionamento, la logistica, il marketing, che l'impresa svolge per realizzare i propri prodotti, e utilizzando risorse specifiche che costituiscono il patrimonio strategico dell'impresa e che possono essere di vario tipo (materiali, immateriali, di reputazione, di fiducia, ecc.)³². Il vantaggio competitivo è tanto maggiore quanto più esso potrà essere mantenuto nel tempo. Infatti, il vantaggio competitivo non è un reddito perpetuo, ma temporaneo che deve essere costantemente alimentato ed è destinato a scomparire nel tempo³³: così come, in una situazione di svantaggio competitivo, gli investitori a causa dell'insoddisfacente redditività spingono l'impresa a migliorarsi e a riportarla all'equilibrio, nel caso opposto in presenza di uno *spread* positivo la concorrenza tenderà ad erodere la posizione di vantaggio (Figura 3).

³¹ G. Donna, D. Borsic. *La sfida del valore*, op.cit., p. 94.

³² G. Donna, D. Borsic. *La sfida del valore*, op.cit., pp. 94-95.

³³ In media il vantaggio competitivo dura circa 7-8 anni.

Figura 16 - Durata del periodo di vantaggio o svantaggio competitivo



Fonte: Donna (1999), p. 82

La maggior durata di un vantaggio competitivo garantisce la creazione di valore per più lungo tempo, in quanto, come abbiamo visto, incide sulla redditività e quindi sullo spread tra quest'ultima e il costo del capitale³⁴.

4.2 – Le decisioni strategiche

Per perseguire la creazione di valore, si deve innanzitutto ridefinire la formula strategica relativamente alla definizione del *business*, al posizionamento competitivo, agli obiettivi di crescita e così via. Possiamo fare quindi leva, a livello strategico sulle seguenti strategie di fondo:

- strategie di business;
- strategie di portafoglio;
- strategie finanziarie.

Le strategie di business

Osservando la capacità di creare valore e le prospettive di sviluppo delle imprese, possiamo dividere le imprese in quattro tipi, ognuna delle quali necessita di orientamenti strategici specifici (Figura 4)³⁵.

³⁴ G. Donna, D. Borsic. *La sfida del valore*, op.cit., p. 97.

³⁵ G. Donna, D. Borsic. *La sfida del valore*, op.cit., p. 104 e seguenti. Vedi anche G. Donna. *La creazione di valore nella gestione dell'impresa*, op.cit., p. 230 e seguenti.

Figura 17 - Tipi di strategie per creare valore

	I business-opportunità		I business-tentazione
ALTO	Crescita e Difesa dello spread	A	C - Rafforzamento competitivo - Ridefinizione del business - Abbandono
Sviluppo atteso	I business-rendita	B	D I business-zavorra
BASSO	Massimizzazione dello spread: Aumento redditività e/o riduzione costo del capitale		- Abbandono - Ridefinizione del business - Recupero competitività
	+	SPREAD	-

Fonte: Donna e Borsic (2000), p. 104

- A) Nel caso in cui, l'impresa goda di un vantaggio competitivo e allo stesso tempo abbia notevoli prospettive di crescita, essa deve cercare di difendere la sua posizione sviluppando prodotti, mercati e tecnologie in grado di mantenere il vantaggio, o comunque può accettare anche un lieve calo del tasso di redditività se è comunque compensato dalla crescita che garantisca la creazione di valore. La leva fondamentale può essere dunque individuata nella crescita.
- B) Se invece lo spread è elevato, ma le prospettive future di crescita sono basse, per esempio nel caso di aziende mature o in un segmento di nicchia, è necessario puntare sulla massimizzazione del divario tra redditività e costo del capitale e quindi adottare strategie che migliorino la *leadership* di costo o di differenziazione e non finalizzate alla crescita.
- C) Se l'impresa sta distruggendo valore, anche se le prospettive di crescita sono buone, non deve assolutamente intraprendere questa strada, che la porterebbero al declino irrimediabile. Prima di tutto, l'azienda deve essere riportata ad una condizione tale da conseguire un vantaggio competitivo attraverso il rafforzamento e l'acquisizione di risorse o ridefinendo il *business* su cui s'intenda puntare

modificandolo a proprio vantaggio. Lo spread negativo può comunque essere accettato se dietro ad esso si celano le cosiddette opzioni reali, ovvero la possibilità di sfruttare in futuro opportunità di *business* al verificarsi di determinate circostanze che, al momento della valutazione, non sono quantificabili né prevedibili³⁶. Talvolta i rischi sono però eccessivi e le risorse incompatibili, così può essere presa la decisione di abbandonare l'attività.

D) Nell'ultimo caso, l'impresa distrugge valore, ma non ha nemmeno prospettive di crescita. Allora la soluzione più immediata può essere quella di cedere l'azienda a terzi o al management stesso attraverso operazioni di *buy out* oppure di chiuderla direttamente in modo da recuperare parte del capitale. Tuttavia, le aziende che si ritrovano in questo quadrante, se sussistono alcune condizioni e se hanno effettive capacità, possono cercare di recuperare la posizione competitiva o ridefinire il *business*. Ma questa è una condizione solo eventuale, che difficilmente accade.

Le strategie di diversificazione

Nella maggior parte dei casi, l'impresa non può essere considerata come un'entità unica, ma deve essere scomposta in più *business*: a volte l'impresa stessa è una società capogruppo che coordina le società controllate diversificate, oppure la società è unica ma esistono al suo interno divisioni organizzative dedicate alla gestione di specifici affari³⁷. Possiamo dire quindi che «l'impresa gestisce un portafoglio diversificato di business, ognuno dei quali costituisce una sorta d'impresa nell'impresa»³⁸.

La scomposizione dell'azienda in più Aree Strategiche d'Affari (ASA) permette all'impresa di massimizzare la creazione di valore, la quale viene calcolata sommando il valore creato in ogni singola area specifica, sfruttando le sinergie positive che emergono fra di loro. Le sinergie possono derivare dallo sfruttamento di economie di scala sia su risorse fisiche che intangibili, e quindi essere di natura operativa, oppure essere di origine finanziaria o fiscale. Tuttavia occorre tener presenti le limitazioni e i vincoli esistenti nell'operare un'azienda *multibusiness*, che possiamo riassumere nella

³⁶ Per un maggior approfondimento sulle opzioni reali si veda G. Donna, D. Borsic. *La sfida del valore*, op.cit., Cap. 10.

³⁷ G. Donna, D. Borsic. *La sfida del valore*, op.cit., p. 111 e seguenti. Vedi anche G. Donna. *La creazione di valore nella gestione dell'impresa*, op.cit., p. 247 e seguenti.

³⁸ G. Donna, D. Borsic. *La sfida del valore*, op.cit., p. 111.

difficoltà di stabilire i prezzi di trasferimento in caso di interscambio di prodotti e servizi tra ASA diverse e i criteri di riparto tra i costi comuni, chiamati anche costi di *corporate*.

Per valutare la strategia migliore per l'impresa dobbiamo collocare prima di tutto i singoli *business* nella matrice seguente, sulla base del capitale investito nell'area specifica rispetto a quello totale e del valore creato da ognuno (Figura 5).

Figura 18 – Strategie per creare valore a livello di portafoglio multi-ASA

	I pilastri		I distruttori
ALTO	<ul style="list-style-type: none"> - Crescita - Difesa dello spread 	A	<ul style="list-style-type: none"> - Rafforzamento competitivo - Ridefinizione del business - Ridimensionamento
Capitale investito		B	C
	I complementi		I distrattori
	<ul style="list-style-type: none"> - Sviluppo - Nicchia - Cessione 		<ul style="list-style-type: none"> - D - Abbandono - Sviluppo opzioni reali
	+	SPREAD	-

Fonte: Donna e Borsic (2000), p. 124

- A) Le ASA che si trovano all'interno della prima area rappresentano i *core-business* dell'impresa, ovvero le attività principali su cui ci si deve concentrare maggiormente, che assorbono una quantità elevata di capitale e riescono a creare valore. Le strategie più appropriate da intraprendere sono quelle viste precedentemente per i “*business-opportunità*” o “*business-rendita*”, a seconda della presenza o meno di opportunità di crescita.
- B) Se l'ASA utilizza invece poco capitale rispetto al totale, ma riesce ad ottenere comunque un valore positivo in termini di creazione di valore, l'impresa può decidere di puntare su una strategia di sviluppo, se ci sono prospettive di crescita, oppure alla difesa della redditività attraverso una strategia di nicchia. Questi

business sono quelli che più giovano delle sinergie con i *core-business* e, nel caso l'impresa lo ritenga conveniente, possono rappresentare una profittevole opportunità di disinvestimento.

- C) Nel caso in cui i *business*, su cui viene investito tanto, distruggono valore, minacciando la sopravvivenza dell'impresa, è necessario adottare le strategie viste per i “*business-tentazione*” o “*business-zavorra*”.
- D) Un ulteriore caso è quello in cui il *business* distrugga valore, ma impegna tuttavia solo una quota limitata di capitale. La strada da perseguire è quella del disinvestimento a meno che non stiano maturando opportunità in termini di opzioni reali o se l'attività specifica svolge un ruolo di supporto a qualche *core-business*, e in quest'ultimo caso è comunque necessario minimizzare i danni.

Inoltre sempre relativamente alle ASA, possiamo dire che un'impresa può modificare il proprio portafoglio strategico modificandone l'estensione e la composizione, attraverso l'entrata o l'uscita, per via interna o per via esterna, da una singola area d'affari. Sia l'entrata che l'uscita da un *business* necessita di una valutazione sugli impatti che essa avrà sulla creazione di valore e sui costi di *corporate*.

Le strategie finanziarie

Per valutare le scelte riguardanti la struttura finanziaria è necessario verificare come modificandone la composizione vari lo spread tra rendimento e costo del capitale. Ribadiamo che la creazione di valore è maggiore, non solo quando la redditività è più alta, ma anche se il costo del capitale è minore; inoltre un minor costo permette di trasformare alcune iniziative e progetti da non convenienti a convenienti³⁹.

Le variabili da considerare, al fine della creazione di valore, sono:

- l'imposizione fiscale, che si ricollega al vantaggio della deducibilità degli oneri finanziari relativi ai debiti e quindi ad una maggiore redditività;
- il rischio di dissesto, ovvero il rischio che un'impresa possa incorrere nel fallimento in conseguenza ad un eccessivo livello di indebitamento, diminuisce il valore economico dell'impresa indebitata;

³⁹ G. Donna, D. Borsic. *La sfida del valore*, op.cit., p. 135 e seguenti. Vedi anche G. Donna. *La creazione di valore nella gestione dell'impresa*, op.cit., p. 273 e seguenti.

- la dimensione dell'impresa: più un'impresa è grande, minore è il costo del capitale in quanto le aziende più grandi hanno un attivo maggiormente diversificato e sono meno rischiose;
- l'assetto strategico. Se l'azienda opera su un mercato particolarmente volatile o si trova in una situazione di svantaggio competitivo è opportuno ricorrere a mezzi propri perché è vero che la remunerazione richiesta dai soci è più elevata ma è un tipo di capitale più flessibile e "paziente"; al contrario una maggiore stabilità e una posizione competitiva positiva permette di poter utilizzare il capitale di terzi;
- la struttura del capitale investito, ovvero le scelte dei beni su cui investire. I beni tangibili possono costituire più facilmente delle garanzie e per cui l'azienda che investe su di essi si potrà indebitare maggiormente rispetto ad un'altra azienda che ha investito invece di più su quelli immateriali;
- la struttura dei tassi d'interesse a termine. L'impresa deve valutare le attese di incremento o decremento dei tassi e di conseguenze ne saranno influenzate le scelte di investimento e finanziamento;
- la composizione della compagine azionaria: è possibile osservare da alcune ricerche che un azionariato concentrato riduce il costo delle fonti di finanziamento. Questo perché l'influenza e la stabilità degli azionisti di controllo riducono i comportamenti manageriali disallineati con quelli degli azionisti e diffondono segnali di continuità dell'azienda sul mercato finanziario.

4.3 – Le decisioni operative

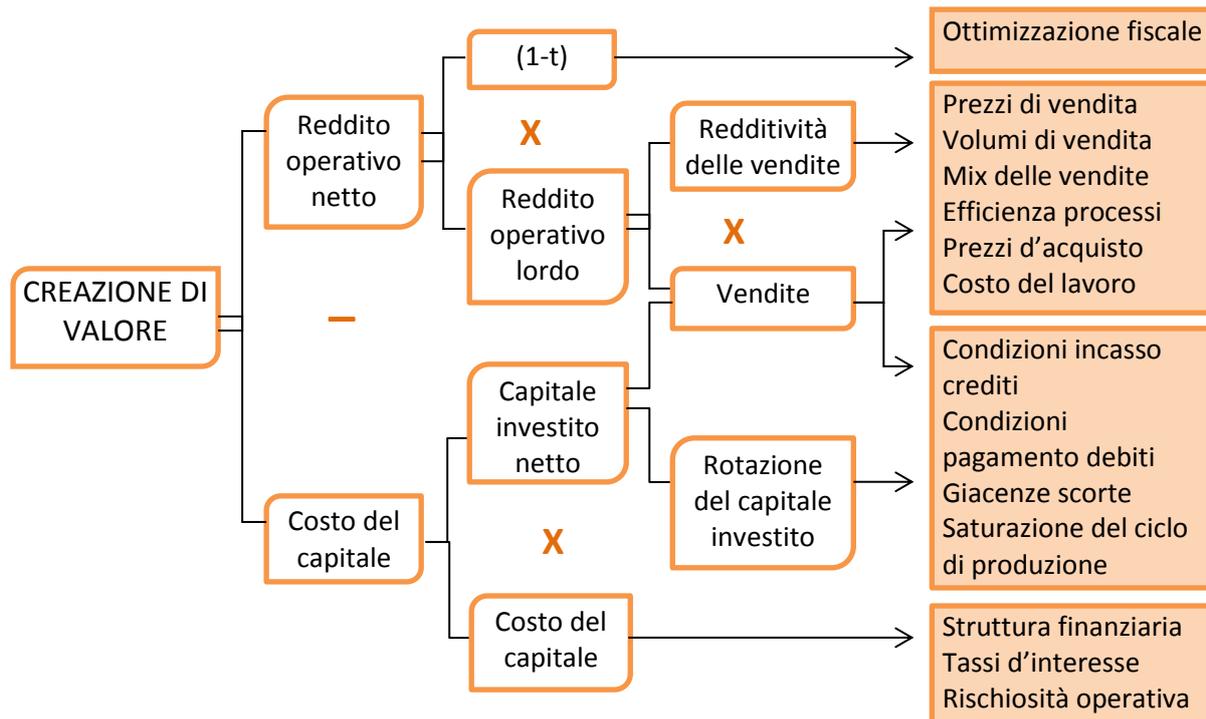
Nell'ambito di un determinato indirizzo strategico, ogni singola decisione deve essere presa al fine di migliorare la creazione di valore e deve valutare le conseguenze che esse avrà sulle diverse variabili. Il principio di creazione di valore deve essere orientato al lungo termine e anche quelle decisioni prese in un'ottica di più breve periodo devono essere finalizzate a portare un vantaggio in un arco temporale più esteso. Se creassero valore solo nell'esercizio corrente, l'azienda non incrementerebbe il suo valore, ma al contrario ne determinerebbe solo la sua distruzione⁴⁰. Possiamo

⁴⁰ G. Donna. *La creazione di valore nella gestione dell'impresa*, op.cit., pp. 226-227.

quindi distinguere, all'interno della classe delle operazioni operative, tra quelle orientate al breve termine e quelle orientate al lungo termine.

Per quanto riguarda le operazioni a breve, ovvero quelle riguardanti la gestione corrente, si devono considerare quelle variabili che ottimizzano il reddito operativo netto e minimizzano invece il costo del capitale (Figura 6).

Figura 19 – Leve per creare valore nel breve periodo



Fonte: adattamento da Donna (1999), p. 217.

Il reddito operativo netto dipende, oltre che dalla variabile fiscale, anche dal ROS (*Return on Sales*) che è l'indice di redditività delle vendite, su cui incidono tutti quegli elementi relativi ai prezzi e volumi di vendita dei prodotti e ai costi delle risorse e della struttura operativa per poterli realizzare. Il costo del capitale investito dipende invece dal capitale investito nell'azienda e la sua effettiva produttività, misurata attraverso l'indice di *Turnover*. L'indice di *Turnover*, detto anche indice di rotazione del capitale investito, dipende principalmente dai tempi e i modi in cui i crediti e debiti vengono pagati o riscossi, dai tempi di giacenza delle scorte e dai tempi di produzione. Ogni

impresa deve comunque valutare, a seconda delle varie situazioni, quali siano le variabili più critiche e su quali, quindi, debba agire maggiormente⁴¹.

Sempre nell'ambito delle decisioni operative, l'azienda può prendere decisioni che anche se non sono di tipo strategico, possono essere di lungo periodo, ovvero gli investimenti e disinvestimenti ordinari, destinati al miglioramento dell'efficienza del processo produttivo, all'espansione o riduzione della capacità produttiva o scelte relative all'internalizzazione o esternalizzazione. La valutazione di convenienza di queste operazioni viene effettuata attraverso il calcolo del VAN, cioè il Valore Attuale Netto, che è dato dalla differenza tra l'attualizzazione dei flussi attesi derivanti dall'attuazione del progetto e i relativi costi sostenuti, e permette di misurare la creazione del valore dell'investimento o disinvestimento tattico⁴².

Tuttavia le variabili viste fin ora, che si rifletteranno sui risultati economico-finanziari dell'impresa, non sono le uniche su cui far leva. L'azienda deve essere infatti orientata al futuro e costruire una base solida in modo da essere in posizione competitiva rispetto ai concorrenti. Deve mirare infatti per esempio anche a⁴³:

- conoscere i clienti per poter soddisfare i loro bisogni e sviluppare un adeguato piano delle vendite;
- migliorare la qualità e i tempi dei processi, sia per soddisfare i clienti sia per utilizzare nel modo migliore le risorse a disposizione;
- motivare il personale a rimanere e a impegnarsi per l'azienda;
- sviluppare nuovi prodotti e tecnologie;
- sviluppare nuove competenze.

4.4 – Casi di distruzione di valore

L'impresa per poter creare valore deve sfruttare sia leve strategiche che operative. Ci sono dei casi in cui però l'azienda compie delle scelte, che portano non ad un

⁴¹ G. Donna. *La creazione di valore nella gestione dell'impresa*, op.cit., p. 214 e seguenti.

⁴² G. Donna, D. Borsic. *La sfida del valore*, op.cit., pp. 222-223.

⁴³ G. Donna, D. Borsic. *La sfida del valore*, op.cit., p. 265 e seguenti.

incremento del valore, ma bensì alla distruzione del valore aziendale. Vediamo alcuni esempi⁴⁴:

- operazioni di acquisizioni aziendali a prezzi eccessivi rispetto ai benefici ottenibili futuri e difficoltà sia nella gestione post-acquisizione per la difficoltà di realizzare i vantaggi competitivi che erano stati previsti sia nell'effettiva integrazione tra le due entità⁴⁵;
- diversificazione in *business* non sinergici indebolendo l'impresa e aumentandone la rischiosità;
- riluttanza al ridimensionamento e al disinvestimento. Spesso questi due termini sono visti con accezione negativa come sinonimo di rinuncia alla crescita e vengono considerati naturali solo nel momento in cui l'attività è in perdita. Invece, disinvestire un'attività redditiva può creare valore nel momento in cui venga ceduta ad un prezzo superiore rispetto al valore che ha l'impresa continuando a gestirla.
- incapacità di riallocare in modo tempestivo le risorse in linea con le prospettive di *business*;
- sottovalutazione del rischio: la quantificazione del rischio viene messo in secondo piano rispetto alle previsioni dei rendimenti;
- orientamento al breve termine, senza un'adeguata diffusione di cultura economica e diffusione dei sistemi di pianificazione a lungo termine, controllo di gestione e incentivazione del *management*;
- non ottimizzazione della struttura finanziaria.

4.5 – Creazione di valore d'esercizio e creazione di valore totale.

È importante distinguere tra il significato di creazione di valore del singolo esercizio (CVE) e quello totale (CVT)⁴⁶. La creazione di valore d'esercizio stima se e in che misura l'azienda ha creato o distrutto valore nell'anno considerato mentre la creazione di valore totale stima invece, attraverso la previsione di CVE futuri, se il capitale investito nell'azienda valga di più o di meno rispetto all'entità che era stata impiegata

⁴⁴ G. Donna. *La creazione di valore nella gestione dell'impresa*, op.cit., p. 206 e seguenti.

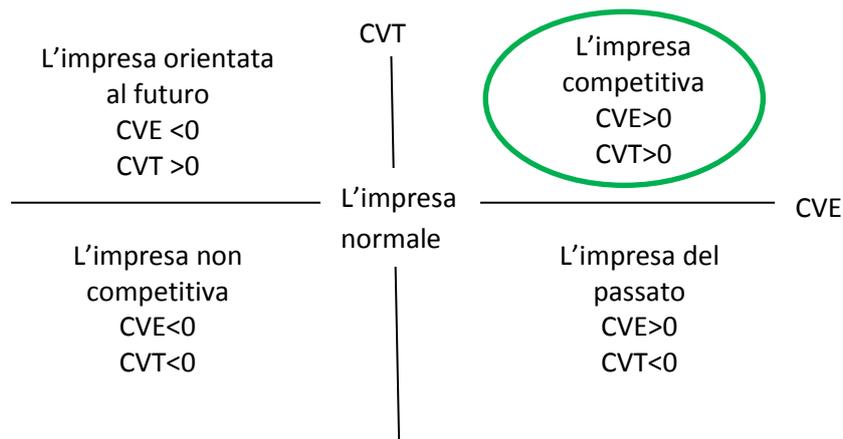
⁴⁵ G. Donna, D. Borsic. *La sfida del valore*, op.cit., pp. 188-189.

⁴⁶ G. Donna, D. Borsic. *La sfida del valore*, op.cit., pp. 46-47.

inizialmente. Si deve sottolineare che quindi CVE rappresenta solo la creazione del valore realizzato nel singolo esercizio e non coincide con la variazione di valore economico dell'impresa in un determinato periodo perché potrebbero essersi modificate le aspettative di futuri CVE rispetto a quello che si poteva attendere nell'esercizio precedente⁴⁷. Ovviamente CVT e CVE sono strettamente connessi in quanto il primo deriva dall'attualizzazione dei CVE futuri attesi e quindi dalle prospettive sulle capacità dell'impresa di generare in futuro un reddito superiore al costo del capitale. Tuttavia questi due indicatori possono assumere valori contrastanti nel breve termine⁴⁸.

Se consideriamo dunque i valori di CVE e CVT assunti dalle imprese, possiamo classificare le imprese in cinque categorie (Figura 7).

Figura 20 - Modelli di impresa



Fonte: adattamento da Donna e Borsic (2000), p. 50.

Come possiamo osservare dalla Figura 7, al centro della matrice, troviamo quelle imprese che presentano un allineamento tra redditività e costo del capitale, che quindi non creano valore oggi e nemmeno prevedibilmente nel futuro. Queste imprese non hanno ne punti di forza né di debolezza, sono semplicemente nella media.

Le imprese che hanno valori negativi sia di CVE che di CVT sono le cosiddette imprese non competitive. La non competitività porta alla distruzione di valore

⁴⁷ G. Donna, D. Borsic. *La sfida del valore*, op.cit., pp. 176-177.

⁴⁸ G. Donna, D. Borsic. *La sfida del valore*, op.cit., p. 48 e seguenti.

nell'esercizio e sono di conseguenza valutate in modo critico da parte del mercato. In questo caso le proposte di sviluppo e crescita amplificano il processo di distruzione.

All'esatto opposto troviamo invece quelle imprese che creano valore oggi e il mercato le ritiene in grado di continuare a crearne in futuro. Le imprese competitive hanno un differenziale tra reddito e costo del capitale positivo e ogni progetto di sviluppo aumenta la capacità dell'azienda di creare valore.

Se attualmente l'impresa ha un valore di CVE negativo, ma uno positivo di CVT significa che nonostante stia distruggendo valore il mercato vede comunque di buon occhio le prospettive future dell'azienda perché ci si aspetta che o l'impresa intraprenda un processo di cambiamento, dal punto di vista della qualità o a livello strategico, che conduca ad aumenti di redditività, oppure che abbia un portafoglio ricco di opzioni reali che le permetterà di sfruttare in futuro delle opportunità rilevanti. Ed infine, troviamo quelle imprese che al contrario creano valore oggi, ma a causa di alcune circostanze straordinarie o per l'esaurimento dei vantaggi competitivi, sono destinate a creare in futuro un valore inferiore a quello attuale.

4.6 – La creazione di valore nella cultura d'impresa

In conclusione possiamo dire che la creazione di valore è una filosofia che si deve radicare nella mentalità e nella cultura dell'impresa e che si deve poi tradurre nell'applicazione di metodi affidabili, trasparenti e comprensibili. La creazione di valore permette non solo di perseguire benefici a livello della singola azienda, ma tutto il mercato e tutte le organizzazioni esistenti nella società ne possono trarre beneficio.

Innanzitutto è necessario che il vertice dell'azienda in primis si impegni al raggiungimento di tale obiettivo, dandone esempio tramite le proprie scelte e incentivando il *management*. In quelle aziende infatti, dove il vertice direttivo si è impegnato in prima persona e dove la creazione di valore è diventata un principio chiave, sono stati raggiunti i migliori risultati in termini di valore. Esempio classico di azienda il cui vertice è totalmente impegnato all'ottenimento di un maggior valore è *Coca-Cola*: R. Goizueta, l'ex top manager dell'azienda, teneva a sottolineare in ogni dichiarazione la priorità dell'impresa nel raggiungere la creazione di valore. E infatti

per anni la società è stata nelle prime posizioni della classifica stilata dalla Stern Stewart & Co.⁴⁹, davanti a molti altri colossi internazionali⁵⁰.

Il raggiungimento di tale obiettivo deve essere perseguito inoltre da tutta la compagine aziendale e quindi l'impresa deve formare e sensibilizzare, non solo i dirigenti, ma anche tutti gli addetti ai lavori, arricchendo sia il bagaglio di concetti teorici sia di conoscenze specialistiche, attraverso per esempio seminari periodici di formazione⁵¹.

Inoltre è fondamentale che tale filosofia sia comunicata sia all'interno dell'impresa, per aumentare il grado di coinvolgimento aziendale, sia all'esterno, per dare maggiore consapevolezza agli interlocutori che si rapportano con l'impresa. La comunicazione permette l'acquisizione di maggiore credibilità e rispetto ed è importante soprattutto per le imprese quotate, le quali sono soggette a continua attenzione da parte dei mercati. Il valore delle azioni risente infatti della percezione che ha il mercato sulla capacità della società di creare valore. Tuttavia anche le non quotate risentono dell'influenza del mercato dei capitali perché attraverso una buona comunicazione possono ottenere capitale di terzi a migliori condizioni o collocare privatamente capitale di rischio con successo⁵².

Come tutte gli orientamenti che vengono perseguiti dall'azienda, anche quello della creazione di valore ha però dei limiti. La creazione di valore è infatti ormai diventata, soprattutto negli ultimi anni, una sorta di moda: di per sé la diffusione di un modello positivo porta effettivi benefici, ma se la sua adozione è spinta solo dal voler imitare le altre aziende anzi che dal voler cambiare e migliorare, allora si trasforma in un punto di debolezza perché potrebbe essere presto abbandonata al sopraggiungere di nuove tendenze. Un altro limite, che abbiamo già potuto approfondire nel terzo paragrafo, è quello del pericolo di porre eccessiva attenzione agli azionisti dell'impresa senza che vi sia nessun tipo di collaborazione con gli altri vari *stakeholder*, mentre invece l'attenzione per tutti i portatori d'interessi e la soddisfazione dei loro bisogni è di vitale importanza per la creazione di valore⁵³.

⁴⁹ La Stern Stewart & Co. è una società di consulenza statunitense famosa soprattutto per avere introdotto il metodo EVA® nel calcolo della creazione di valore, di cui parleremo successivamente.

⁵⁰ G. Donna. *La creazione di valore nella gestione dell'impresa*, op.cit., pp. 340-341.

⁵¹ G. Donna. *La creazione di valore nella gestione dell'impresa*, op.cit., p. 342.

⁵² G. Donna, D. Borsic. *La sfida del valore*, op.cit., p. 341 e seguenti.

⁵³ G. Donna, D. Borsic. *La sfida del valore*, op.cit., p. 343 e seguenti.

5 – Peculiarità della creazione di valore nelle imprese familiari

La creazione di valore dipende, tra i vari fattori, anche dal modello di *corporate governance* prescelto dall'impresa. I modelli di governo si distinguono in base alla composizione della compagine azionaria, e quindi a seconda se gli investitori sono risparmiatori, investitori istituzionali, membri di una famiglia imprenditoriale, ecc., e in base alla stabilità della compagine stessa⁵⁴. Ai fini della nostra tesi, è bene chiederci quale influenza abbia sulla creazione di valore un modello di impresa a controllo familiare.

L'impresa cosiddetta “padronale” è quel modello che vede una famiglia al vertice dell'azienda la quale possiede una quota maggioritaria. È un tipo di modello adatto per le imprese di piccola dimensione, ma nel nostro Paese viene adottato anche da aziende medio-grandi sia quotate che non quotate, anche se come sappiamo il ricorso alla quotazione da parte delle imprese italiane è ancora molto limitato. Grandi società, come Ferrero, Barilla, Lavazza, ecc., sono esempi di come le imprese familiari italiane siano un modello di qualità e successo, orientate alla creazione di valore⁵⁵.

Il valore dell'impresa è dunque il parametro di performance verso cui convergono sia gli interessi dell'azienda che quelli della famiglia e che permette di acquisire una certa consapevolezza del valore creato e del valore del patrimonio familiare. Il continuo monitoraggio dell'andamento del valore aziendale contribuisce ad accrescere la cultura imprenditoriale e a sviluppare una logica di *governance* razionale e non troppo influenzata dall'emotività che tipicamente caratterizza le *family business*⁵⁶.

In breve, ricordiamo quali sono i punti di forza di una *family business* che permette di raggiungere tale obiettivo:

- l'apporto di valori familiari, tra cui soprattutto la forte motivazione, l'impegno, lo spirito di sacrificio;
- l'identificazione tra famiglia e impresa e quindi un orientamento nel lungo periodo;

⁵⁴ G. Donna. *La creazione di valore nella gestione dell'impresa*, op.cit., pp. 43-44.

⁵⁵ G. Donna. *La creazione di valore nella gestione dell'impresa*, op.cit., p. 48 e seguenti.

⁵⁶ R. Tiscini. *Occasioni di valutazione economica del family business: le operazioni straordinarie tra familiari. Le occasioni ordinarie* in E. Viganò, *La sensibilità al valore nell'impresa familiare*, op.cit., pp. 261-262.

- la sovrapposizione della direzione con la proprietà che consente la presa di decisioni rapide.

Tuttavia un controllo totale, o quasi, da parte di un'unica famiglia, comporta una sorta di diffidenza nell'apertura del capitale sul mercato e nell'assunzione di manager esterni con più capacità e competenze. Di conseguenza uno dei momenti più problematici è quello della successione generazionale dove viene privilegiata solitamente la continuità della presenza di una famiglia anzi che la professionalità. La successione ha un impatto determinante sulle dinamiche del valore aziendale in quanto è necessario un deciso processo di innovazione nelle strategie aziendali per supportare adeguatamente le competenze delle nuove generazioni e un rilancio degli investimenti. Inoltre, nel caso in cui vi sia conflittualità all'interno del nucleo familiare, aumenta il rischio d'impresa che mette a repentaglio l'orientamento strategico dell'azienda e persino la continuità dell'impresa stessa⁵⁷.

Le imprese a controllo familiare, se non considerate come un'entità autonoma rispetto alla famiglia controllante e se non gestite con criteri di economicità, sono dunque maggiormente rischiose e fragili e di conseguenza anche il loro costo del capitale è più elevato⁵⁸. In Italia le famiglie imprenditoriali si stanno rendendo conto di tale debolezza e stanno gradualmente diventando più disponibili ad aprire il proprio capitale all'esterno, a condividere il controllo con terzi, ad affidare un numero di deleghe maggiori al *management* e ad accedere alla Borsa. Possiamo dunque concludere dicendo quindi che la logica della creazione di valore riesce anche ad influire sui modelli di *corporate governance*⁵⁹.

6 – L' EVA[®] come metodo per la misurazione della creazione di valore

A questo punto, dopo aver descritto che cos'è la creazione di valore e quali sono i comportamenti che devono essere adottati dalle imprese per conseguirla, è necessario introdurre il modello dell'*Economic Value Added* (EVA[®]), un marchio registrato agli

⁵⁷ R. Tiscini. *Il valore economico delle aziende di famiglia*, op.cit., p. 301 e seguenti.

⁵⁸ G. Donna. *La creazione di valore nella gestione dell'impresa*, op.cit., p. 48 e seguenti.

⁵⁹ G. Donna, D. Borsic. *La sfida del valore*, op.cit., p. 347.

inizi degli anni '90 dalla società di consulenza statunitense Stern Stewart & Co. per valutare se effettivamente l'azienda riesca a creare, o, al contrario, distruggere valore nell'esercizio corrente. Ovviamente l'EVA[®] non è l'unico modello esistente, ma è uno tra i più utilizzati in campo internazionale ed è bene approfondirlo anche perché è il metodo che abbiamo applicato nella nostra analisi empirica delineata nel capitolo successivo.

6.1 – Un metodo basato sul reddito residuale

Già all'inizio di questo capitolo, abbiamo detto che per misurare la creazione di valore è necessario sottrarre al reddito d'esercizio realizzato il costo del capitale impiegato ed ottenere quindi un cosiddetto reddito residuale. Questa definizione può essere definita come "classica" e a seconda della sua modalità di determinazione e del significato della deduzione del costo del capitale, essa può assumere configurazioni diverse. Per esempio il reddito considerato può essere in alcuni casi quello netto contabile evidenziato in bilancio mentre in altri casi è invece quello operativo contabile, senza considerare il risultato della gestione finanziaria e straordinaria. Per quanto riguarda il capitale investito, esso può essere fatto coincidere con il solo capitale proprio contabile, e di conseguenza verrà utilizzato come remunerazione del capitale il costo del capitale proprio, oppure con il totale del capitale permanente, ovvero il capitale proprio insieme ai debiti finanziari contratti, e in questo ultimo caso verrà utilizzato invece come remunerazione il costo medio ponderato del capitale⁶⁰. La nozione classica di reddito residuale è stato poi sviluppato da diversi autori: per esempio D. Solomons ha affrontato il tema del reddito residuale nel calcolo della creazione di valore in quelle aziende dove vi sono divisioni interne⁶¹, R.N. Anthony ha applicato il concetto di reddito residuale alla teoria dell'entità, ovvero quella teoria che considera

⁶⁰ R. Giannetti. *Dal reddito al valore*, op.cit., p. 109 e seguenti.

⁶¹ R. Giannetti. *Dal reddito al valore*, op.cit., p. 265 e seguenti. Nel calcolo l'Autore sottrae il costo del capitale investito, sia proprio che di terzi, al reddito operativo ed evidenzia il fatto che tale reddito, così come il reddito contabile, soffre di alcune limitazioni. Inoltre distingue tra le misurazioni effettuate al fine valutare l'operato dei responsabili di divisione, dove considera solo le componenti reddituali su cui i responsabili hanno capacità decisionale, e tra quelle per apprezzarne la profittabilità, e in questo caso considera tutti i costi e i ricavi della divisione. Per maggiori approfondimenti si veda D. Solomons. *Il controllo delle aziende multidivisionali*, Milano: Isedi, 1973.

l'azienda come un'entità separata dai proprietari e gli azionisti sono visti alla pari degli altri soggetti finanziatori⁶², L. Guatri ha introdotto invece il Risultato Economico Integrato Residuale (REIR) finalizzato a misurare la performance della creazione di valore⁶³.

Anche l'EVA[®], l'*Economic Value Added*, è un indicatore che si basa sostanzialmente sulla configurazione di reddito residuale e corrisponde appunto alla differenza tra il reddito operativo, opportunamente modificato e il costo del capitale operativo investito in azienda⁶⁴:

$$(4) \text{EVA}^{\text{®}} = \text{NOPAT} - \text{WACC} * \text{COIN}$$

dove:

NOPAT = *Net Operating Profit After Taxes*;

WACC = costo medio ponderato del capitale;

COIN = capitale operativo investito netto.

L'EVA[®] è quindi quel reddito residuale che residua dopo aver coperto non solo tutti i costi di competenza, ma anche le varie remunerazioni dei portatori del capitale complessivamente investito in azienda, consentendo la creazione di un extra-profitto.

⁶² R. Giannetti. *Dal reddito al valore*, op.cit., p. 277 e seguenti. Nel calcolo non viene effettuata nessuna rettifica ai dati contabili. Per maggiori approfondimenti si veda R.N. Anthony. *Contabilità e bilancio uno schema concettuale*, Milano: FrancoAngeli, 1986.

⁶³ R. Giannetti. *Dal reddito al valore*, op.cit., p. 343 e seguenti. Per ottenere il REIR è necessario calcolare il REI (Reddito Economico Integrato):

$$(2) \text{REI} = \text{Rno} + \Delta\text{P} + \Delta\text{BI}$$

dove:

Rno = reddito normalizzato;

ΔP = variazione di periodo di plusvalenze o minusvalenze di immobilizzazioni tecniche e finanziarie e sui fondi rischi e di svalutazione del passivo;

ΔBI = variazione di periodo del valore dello stock di beni immateriali.

Il processo di normalizzazione è finalizzato a depurare il reddito da tutte le componenti anomale e quindi per esempio ridistribuire nel tempo i proventi e gli oneri straordinari, eliminare i proventi e i costi accessori, neutralizzare le politiche di bilancio.

Per ottenere il REIR, si deve sottrarre il costo del capitale:

$$(3) \text{REIR} = \text{REI} - i_k * K$$

dove:

i_k = costo del capitale proprio;

k = capitale netto rettificato derivante dalla valutazione dei singoli elementi patrimoniali a valore corrente di sostituzione.

Per maggiori approfondimenti si veda L. Guatri. *Il metodo reddituale per la valutazione delle aziende. Nuovi orientamenti*, Milano: Egea, 1996.

⁶⁴ R. Giannetti. *Dal reddito al valore*, op.cit., p. 284 e seguenti.

Solo se l'EVA[®] assume un valore positivo, e quindi solo se il rendimento derivante dall'investimento delle risorse in azienda è superiore al costo delle risorse stesse, si può dire che l'azienda abbia creato valore. Al contrario, l'assunzione di un valore negativo indica invece la distruzione di valore economico, nonostante l'azienda possa aver ottenuto un profitto contabile positivo.

La formula precedente (4) può essere anche espressa evidenziando il margine tra redditività e costo del capitale investito nella gestione operativa:

$$(5) \text{EVA}^{\text{®}} = (\text{ROIC} - \text{WACC}) * \text{COIN}$$

dove:

ROIC = NOPAT/COIN, redditività del capitale investito operativo.

L'EVA[®] è l'unico indicatore che tiene conto di tutte le interconnessioni sottostanti il processo di creazione di valore e può essere utilizzato anche come incentivo per spingere i *manager* ad agire coerentemente con gli interessi degli azionisti legando i la parte variabile della remunerazione agli incrementi del livello dell'EVA[®]. I *manager* vengono quindi premiati se raggiungono un livello target in termini di *Economic Value Added*, mentre dovrebbero essere penalizzati, se invece non lo ottengono⁶⁵.

Ogni leva utilizzata dal *management* deve essere orientata a raggiungere almeno uno dei seguenti obiettivi⁶⁶:

- far aumentare l'efficienza operativa, e ciò avviene quando esso aumenta il risultato operativo senza investire in risorse aggiuntive;
- sviluppare investimenti economicamente convenienti, ovvero investire risorse aggiuntive finché il rendimento supera il costo che l'azienda deve sopportare;
- disinvestire attività non-economiche se il reddito a cui si rinuncia è più che compensato dal risparmio sul costo del capitale.

L'EVA[®] è dunque uno strumento molto utile a consuntivo, per esprimere il valore creato o distrutto nella gestione corrente in quanto i flussi di reddito che utilizza si

⁶⁵ G.B. Stewart. *La ricerca del valore*, op.cit., p. 208.

⁶⁶ G.B. Stewart. *La ricerca del valore: una guida per il management e per gli azionisti*, Milano: Egea, 1998, (traduzione a cura di M. Spisni di: *The quest for value: the eva management guide*), pp. 136-137.

fondano sul principio della competenza⁶⁷, ma anche in fase previsionale per incentivare il *management*, programmare gli obiettivi e supportare i processi decisionali in azienda.

Vediamo ora di seguito come possono essere determinati i vari elementi utilizzati nel modello EVA[®] e quali rettifiche devono essere effettuate.

6.2 Il calcolo del NOPAT e del COIN

Il NOPAT è «il reddito derivante dalla gestione caratteristica dell'azienda, dedotte le imposte ma al lordo degli oneri finanziari e delle poste contabili non monetarie», eccetto l'ammortamento. Il NOPAT rappresenta l'insieme dei profitti disponibili a fornire una remunerazione monetaria a tutti coloro che hanno investito nell'impresa⁶⁸.

$$(6) \text{ NOPAT} = \text{EBIT} - \text{imposte pro-forma} \pm \text{rettifiche}$$

dove:

EBIT = *Earning Before Interest and Taxes*, rappresenta il flusso al lordo degli oneri finanziari e delle imposte;

imposte pro-forma = imposte calcolate sul reddito operativo.

Il NOPAT è quindi un flusso lordo, o *unlevered*, ovvero risente della sola componente operativa a prescindere dalla gestione finanziaria. Quando si impiegano tali flussi, le imposte che devono essere sottratte per ottenere un reddito operativo netto, non sono le imposte che figurano in bilancio, bensì le imposte pro-forma calcolate sul reddito operativo. L'applicazione delle imposte pro-forma ipotizza dunque che l'azienda si finanzi esclusivamente con il capitale proprio e non sfrutti il beneficio fiscale derivante dalla deducibilità degli oneri finanziari. Gli oneri finanziari derivanti dall'utilizzo di

⁶⁷ F. Giunta, M. Bonacchi, G. Bavaglio. *La creazione di valore nel distretto tessile pratese: primi risultati di una ricerca*, Liuc Papers n. 66, Serie piccola e media impresa 6, Maggio 2001, p. 4. Al contrario alcuni indicatori di stima basati sui flussi di cassa non hanno la stessa capacità a breve termine in quanto i *cash flow* segnalano solo la liquidità generata nel esercizio di riferimento ma non il risultato economico d'esercizio.

⁶⁸ G.B. Stewart. *La ricerca del valore*, op.cit., p. 89.

capitale di terzi sono infatti costi deducibili che riducono l'imponibile e di conseguenza le imposte calcolate⁶⁹.

Le imposte pro-forma, da sottrarre all'EBIT possono essere calcolate sia con un metodo diretto che con un metodo indiretto⁷⁰. Secondo il primo metodo, le imposte vengono calcolate direttamente sul Reddito Operativo (EBIT) e quindi:

$$(7) \text{ Imposte pro-forma} = \text{EBIT} * \text{Tax Rate}$$

Con il secondo metodo, le imposte sono calcolate invece partendo da quelle di esercizio e sommando poi lo scudo fiscale:

$$(8) \text{ Imposte pro-forma} = \text{Imposte di bilancio} + \underbrace{\text{Oneri Finanziari} * \text{Tax Rate}}_{\text{Scudo fiscale}}$$

Il NOPAT, che abbiamo ottenuto dalla formula (6) deriva da un approccio di tipo operativo, ma può essere anche calcolato indirettamente attraverso un approccio finanziario, ovvero sommando al reddito netto d'esercizio gli oneri finanziari e depurandolo dai benefici che l'indebitamento porterebbe:

$$(9) \text{ NOPAT} = \text{Reddito netto d'es.} + \text{OF} - \text{beneficio fiscale} \pm \text{rettifiche}^{71}$$

Per quanto riguarda invece il capitale investito, esso può essere definito come «la somma della liquidità che è stata investita nelle attività nette dell'azienda nell'arco della sua esistenza senza riguardo alle modalità di finanziamento, alle definizioni contabili o ai propositi originari⁷²». Dato che il reddito considerato è di natura

⁶⁹ E. Gonnella. *Logiche e metodologie di valutazione d'azienda*, op.cit., p. 58.

⁷⁰ E. Gonnella. *Logiche e metodologie di valutazione d'azienda*, op.cit., pp. 58-59.

⁷¹ G.B. Stewart. *La ricerca del valore*, op.cit., pp. 103-104. Per essere più chiari possiamo fare il seguente esempio: ipotizziamo di avere un EBIT pari a 50, OF pari a 10, un tax rate del 40% e un utile di esercizio di 24. Con un approccio operativo otteniamo: $\text{NOPAT} = 50 - 50 * 40\% = 50 - 20 = 30$, dove 20 costituiscono le imposte pro-forma; con un approccio finanziario otteniamo il solito risultato, e infatti: $\text{NOPAT} = 24 + 10 - 10 * 40\% = 34 - 4 = 30$.

⁷² G.B. Stewart. *La ricerca del valore*, op.cit., p. 89.

operativa, sembra più giusto considerare non il totale del capitale investito, ma solo quello investito nella gestione operativa al netto delle passività operative⁷³.

Per calcolare il COIN, è necessario prima di tutto riclassificare il bilancio secondo il criterio della pertinenza gestionale, che divide le voci operative da quelle finanziarie ed è dato dalla somma algebrica di⁷⁴:

- capitale circolante operativo netto (CCON) dato da:

$$(10) \text{ CCON} = \text{magazzino} + \text{crediti operativi} + \text{ratei e risconti attivi} \\ - \text{debiti operativi} - \text{ratei e risconti}$$

- capitale fisso operativo netto, che comprende le immobilizzazioni materiali e immateriali al netto dei fondi ammortamento e le immobilizzazioni finanziarie che hanno natura operativa, come le partecipazioni operative e strategiche.
- fondi avente natura operativa, come il TFR, fondi rischi specifici e altri oneri che vengono sottratti.

Dato che devono essere messi a confronto il NOPAT con il COIN e il primo elemento è una grandezza flusso, ovvero si riferisce ad un determinato periodo temporale, mentre il secondo è invece una grandezza stock, cioè una stima puntuale in un momento specifico, è preferibile rendere le due grandezze paragonabili attraverso la seguente formula:

$$(11) \text{ COIN} = (\text{COIN inizio periodo} - \text{COIN fine periodo})/2.$$

6.3 Le principali rettifiche da effettuare

I valori contabili presenti in bilancio sono caratterizzati da alcuni limiti, che non permettono di rappresentare a pieno le *performance* aziendali. Tra i principali punti di debolezza dei valori di bilancio, possiamo citare⁷⁵:

⁷³ F. Giunta, M. Bonacchi, G. Bavaglio. *La creazione di valore nel distretto tessile pratese*, op.cit., p. 26.

⁷⁴ E. Gonnella. *Logiche e metodologie di valutazione d'azienda*, op.cit., pp. 62-64.

⁷⁵ E. Gonnella. *Logiche e metodologie di valutazione d'azienda*, op.cit., pp. 231-232.

- il principio di prudenza, che porta a considerare le sole perdite presunte, ma non gli utili attesi e rende il valore contabile inferiore rispetto a quello di mercato;
- il principio di competenza, che esclude di fatto gli avvenimenti futuri rilevanti per la determinazione del risultato economico di periodo;
- l'iscrizione dei beni al costo storico, che sovra o sottostima i valori patrimoniali;
- la difficoltà di valutazione dei beni immateriali soprattutto quelli autogenerati.

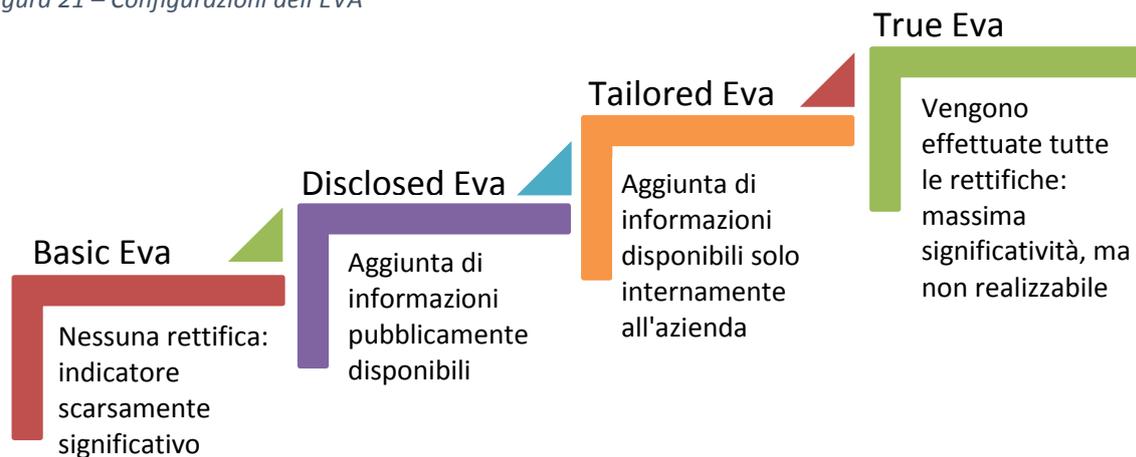
Per arrivare ad un risultato corretto in termini di creazione di valore e superare alcuni limiti informativi dei valori contabili, devono essere apportate delle rettifiche al reddito operativo e al capitale operativo investito netto di derivazione contabile per esprimere una valutazione del capitale effettivamente investito e del reddito monetariamente disponibile. Ed è questa la principale differenza con altri modelli di valutazione di creazione del valore, come l'*Economic Profit* (EP), utilizzato da *Coca-Cola* su cui non viene fatta nessuna rettifica e che subisce l'influenza dei soli principi contabili nazionali. Le possibili rettifiche individuate per ottenere una migliore rappresentazione dei risultati aziendali e limitare gli scostamenti tra valori contabili e valori economici sono 164. Tuttavia, la stessa Stern Stewart & Co. consiglia l'applicazione delle rettifiche solo nel caso in cui esse⁷⁶:

- hanno un'influenza significativa sulla misura dell'EVA[®];
- sono influenzabili dal *management*;
- sono di facile comprensione;
- sono ricavabili da informazioni facilmente reperibili.

Ovviamente più rettifiche vengono apportate ai dati contabili, più si ottiene un risultato corretto e significativo in termini di creazione di valore. Allo stesso tempo però risulta sempre più complicato introdurre delle modifiche a causa della difficoltà di reperibilità dei dati. Possiamo quindi parlare di diverse configurazioni di EVA[®] (Figura 8).

⁷⁶ E. Gonnella. *Logiche e metodologie di valutazione d'azienda*, op.cit., p. 231.

Figura 21 – Configurazioni dell'EVA[®]



Fonte: adattamento da Giannetti (2013), p. 300

Vediamo adesso quali sono le voci principali su cui apportare delle modifiche⁷⁷:

- **imposte differite:** esse emergono laddove il valore contabile non coincide con il valori ai fini fiscali e ciò produce, in sede di calcolo delle imposte, una differenza tra risultato economico e determinazione della base imponibile. La differenza tra il valore determinato contabilmente e quello effettivamente pagato nel periodo d'imposta viene raccolto nel fondo per imposte differite. Il fondo, in ottica di continuità aziendale, non verrà mai restituito, ma rappresenterà una fonte di finanziamento propria per l'impresa, che quindi deve essere aggiunto al capitale investito. Inoltre aggiungendo l'incremento subito dal fondo ai proventi aziendali, il NOPAT verrà gravato dalle sole imposte effettivamente pagate nell'esercizio.
- **rimanenze di magazzino:** solitamente le aziende utilizzano come metodo di valutazione delle rimanenze, il metodo LIFO (Last In First Out), dove si ipotizza che le ultime unità entrate siano anche le prime ad uscire e per cui il magazzino sarà costituito dalle unità che sono entrate in azienda in tempi più remoti. Questo metodo permette di godere di benefici fiscali, in quanto in un mercato a prezzi crescenti le rimanenze saranno valutate a prezzi più bassi rispetto a quelli di mercato. Tuttavia in questo modo le giacenze e il capitale proprio risultano sottostimate. Da ciò l'esigenza di avvicinare invece il valore contabile di magazzino a un valore corrente: il metodo FIFO (First In First Out) permette la

⁷⁷ G.B. Stewart. *La ricerca del valore*, op.cit., pp. 113-119. Si veda anche R. Giannetti. *Dal reddito al valore*, op.cit., p. 287 e seguenti.

valutazione del magazzino a valori più recenti perché considera che le merci vendute siano quelle acquistate per prime. Dalla differenza tra le due metodologie, FIFO e LIFO, emerge la cosiddetta riserva LIFO che deve essere aggiunta al valore del capitale per dare una più corretta valutazione del capitale economico. Inoltre sommando l'incremento di tale riserva al NOPAT si può evidenziare il guadagno non ancora realizzato attribuibile alla conservazione in magazzino di prodotti che si sono apprezzati di valore.

- ammortamento dell'avviamento positivo: l'avviamento positivo, o *goodwill*, può essere definito come «la condizione o l'insieme delle condizioni onde un'azienda può dirsi atta a fruttare nel futuro un sovraprofitto⁷⁸». L'avviamento, che viene acquisito a titolo oneroso, deve essere ammortizzato entro un periodo di cinque anni⁷⁹, tuttavia l'ammortamento periodico rappresenta un freno all'attività acquisitiva dell'azienda perché non è deducibile e grava sulle quote di utili senza comportare una reale uscita monetaria. Si deve quindi procedere a sommare al NOPAT le quote di ammortamento e ricostituire nello Stato Patrimoniale il totale del suo ammontare. Nel caso in cui l'avviamento non venga rilevato (criterio del *pooling of interests*), si dovrà procedere ad una contabilizzazione dello stesso.
- spese di ricerca e sviluppo e altri costi con natura simile: se essi hanno un'utilità pluriennale dovrebbero essere capitalizzati e ammortizzati in base al loro deperimento economico. La capitalizzazione di tale spesa porterà ad un incremento di capitale con rettifica positiva del NOPAT, anche se nel tempo le quote d'ammortamento abbasseranno la redditività aziendale.
- alcune categorie di investimenti realizzati da aziende che operano nel settore delle risorse naturali, e in generale da tutte le aziende che intraprendono investimenti rischiosi: spesso vengono capitalizzate erroneamente solo le spese relative agli investimenti di successo, imputando il resto delle spese, legate agli investimenti non profittevoli, all'esercizio e questo porta ad una sovrastima del tasso di rendimento dell'investimento. Pertanto dovrebbero essere capitalizzati tutti i costi sostenuti che saranno soggetti poi ad ammortamento.

⁷⁸ G. Zappa. *Il reddito d'impresa*: op.cit., p. 578.

⁷⁹ Tale periodo può essere prolungato fino ad un massimo di venti anni dandone adeguata indicazione nella Nota Integrativa.

- opzioni reali: la variazione di valore che si prevede deriverà in futuro dallo sfruttamento delle riserve di cui l'azienda dispone o disporrà prevedibilmente in futuro deve essere sommata al NOPAT di periodo e al capitale investito
- altre riserve: le riserve che vengono periodicamente accumulate a fini prudenziali, per esempio per svalutazione crediti, per obsolescenza del magazzino o per rischi generici dovrebbero essere considerati come parti del capitale proprio dell'azienda se sono alimentati regolarmente da accantonamenti. Viceversa, se queste riserve sono occasionali, allora dovrebbero essere sottratte dal totale del capitale come le passività correnti.
- oneri e proventi straordinari: il NOPAT deve essere normalizzato e quindi depurato di spese e entrate a carattere straordinario. Tali perdite o minori entrate straordinarie, al netto delle imposte, devono essere ricompresi tra gli elementi del capitale.

Tutto ciò può essere sintetizzato nella tabella seguente (Tabella 1):

Tabella 3 – Principali rettifiche ai fini del calcolo dell'EVA[®]

Capitale investito contabile	Reddito operativo contabile al netto delle imposte
+ Fondo imposte differite	+ Accantonamento imposte differite
+ Riserva LIFO	+ Variazioni riserva LIFO
+ Fondo ammortamento avviamento	+ Ammortamento Goodwill
+ Capitalizzazioni immobilizzazioni immateriali (al netto degli ammortamenti)	+ Incrementi delle immobilizzazioni immateriali (al netto degli ammortamenti)
+ Fondi spese future	+ Accantonamento fondi spese future
+ Riserve per rischi generici	+ Accantonamento riserve per rischi generici
± Oneri/proventi straordinari cumulati (al netto delle imposte)	± Oneri/proventi straordinari (al netto delle imposte)

Fonte: Gonnella (2008), p. 232.

6.4 – Il calcolo del costo medio ponderato del capitale

Dopo aver calcolato l'ammontare del capitale investito, è necessario calcolarne il costo per poter determinare il valore dell'EVA[®], che come sappiamo è dato dallo spread tra la redditività e il costo del capitale investito. Il costo del capitale è «il tasso di

rendimento minimo che un investimento deve generare»⁸⁰, cioè la soglia minima necessaria per poter creare valore. Maggiore è il rischio da sopportare, tanto più è alto il tasso di rendimento richiesto e quindi il costo del capitale.

Per misurare il costo del capitale investito dell'azienda, utilizzeremo il costo medio ponderato del capitale, chiamato anche WACC (*Weighted Average Cost of Capital*), che tiene conto sia del costo per raccogliere risorse finanziarie dagli azionisti sia dai terzi finanziatori, la cui media è adeguatamente ponderata per il *leverage*, ovvero dal rapporto tra capitale proprio e capitale di terzi.

$$(12) \text{ WACC} = K_e * [E / (D+E)] + K_d (1-t) * [D / (D+E)]$$

dove:

K_e = costo del capitale proprio;

K_d = costo del capitale di debito;

E = capitale proprio;

D = debiti finanziari;

t = aliquota delle imposte.

Il costo del capitale di proprietà

Il costo del capitale di proprietà non è un costo monetario, ma un costo-opportunità pari al rendimento minimo richiesto da un investitore per finanziare l'azienda, che è per sua natura un'entità rischiosa, piuttosto che investire in attività alternative.

Per misurare il capitale di rischio ci sono diverse modelli. Quello di fatto più utilizzato e diffuso nelle applicazioni del VBM è il *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), un modello rischio-rendimento, che stima il rischio in termini di variabilità dei rendimenti aziendali rispetto a quelli del mercato azionario⁸¹.

$$(13) K_e = R_f + \beta * (R_m - R_f)$$

dove:

R_f = tasso di rendimento delle attività prive di rischio (*risk-free rate*);

⁸⁰ G.B. Stewart. *La ricerca del valore*, op.cit., p. 369.

⁸¹ Il modello è stato proposto da W. Sharpe nel 1964 e sviluppato successivamente da J.V. Linter.

R_m = tasso di rendimento medio del mercato azionario;

$(R_m - R_f)$ = premio per il rischio di mercato (*Equity Risk Premium*);

β = coefficiente di rischiosità sistematica dell'azienda.

Il costo del capitale di rischio è dunque dato dalla somma di due componenti: il tasso di rendimento delle attività tendenzialmente prive di rischio e il premio per il rischio specifico richiesto dagli investitori per aver scelto di investire in un'attività rischiosa anzi che in una *risk-free*.

Il tasso R_f è uguale per qualsiasi tipo di investimento e azienda che hanno le stesse caratteristiche temporali e spaziali. Quindi il tasso sarà diverso solo se si considererà un altro periodo e Paese di riferimento. Nella prassi si fa riferimento al rendimento dei titoli di Stato a medio-lungo termine e solitamente quello più utilizzato è quello dei BTP a scadenza decennale⁸².

Il premio per il rischio è legato alla possibilità che si verifichino eventi dannosi non previsti e che l'azienda non riesca a remunerare il capitale che ha investito o, nei casi più estremi, lo perda addirittura parzialmente o totalmente. Il premio per il rischio generico, dato dallo spread tra R_m e R_f , è il premio riconosciuto a coloro che hanno investito sul mercato azionario anzi che in attività senza rischio come i titoli di Stato. R_m è infatti il tasso di rendimento medio del mercato azionario ottenuto osservando alcuni indici come S&P, Mib, Mibtel e così via⁸³. Per passare da un premio per il rischio generico a uno specifico si deve considerare il β , che misura il rischio specifico in termini di variabilità del rendimento dell'azienda rispetto a quello generale di mercato e assume valori che oscillano intorno al valore 1:

- se $\beta > 1$ significa che il rischio aziendale è superiore a quello di mercato in quanto ad un aumento di R_m corrisponde un aumento amplificato del rendimento dell'azienda;
- se $\beta < 1$ significa l'esatto opposto, ovvero che il rischio aziendale è minore a quello di mercato e ad un aumento di R_m corrisponde una riduzione minore del rendimento dell'azienda. Solo in rari casi il β assume un valore negativo.

⁸² E. Gonnella. *Logiche e metodologie di valutazione d'azienda*, op.cit., pp. 88-89.

⁸³ E. Gonnella. *Logiche e metodologie di valutazione d'azienda*, op.cit., pp. 91-92. In base a ricerche empiriche si stima che il premio per il rischio generale oscilli in Italia tra il 3,5% e il 5%.

L'ammontare del β dipende dal grado di ciclicità del settore, ovvero dalle caratteristiche dello stesso da cui dipende la variabilità della redditività, e dal grado di leva operativa, cioè dal rapporto tra costi fissi e costi variabili. Tanto più è elevato quest'ultimo rapporto, tanto più il β è maggiore. Se si considerano solo queste due componenti, stiamo parlando di β *unlevered*, ovvero della sola rischiosità operativa. Se invece aggiungiamo una terza variabile, la leva finanziaria, considereremo oltre la rischiosità operativa, anche quella di tipo finanziario e si avrà il cosiddetto β *levered*, che è quello solitamente utilizzato. L'uso della leva finanziaria, e quindi del maggior utilizzo di capitale di debito, comporta una maggior variabilità del risultato netto di periodo e quindi maggior rischiosità⁸⁴.

$$(14) \beta_L = \beta_U + \beta_U * (1-t) * (D/E)$$

dove:

$\beta_L = \beta$ *levered*;

$\beta_U = \beta$ *unlevered*.

Da cui:

$$(15) \beta_U = \beta_L / [1 + (1-t) * (D/E)]$$

Le modalità di stima del β sono diverse a seconda se si considera una società quotata o non quotata. Nel primo caso, dato che le informazioni circa il rendimento dei titoli sono disponibili pubblicamente, si può calcolare il β *levered* attraverso un approccio di tipo *top-down*, ovvero come rapporto tra la covarianza del rendimento del titolo rispetto al rendimento di mercato e la varianza del rendimento di mercato. Nel secondo caso, invece, per misurare il β si può utilizzare un approccio chiamato *bottom-up*, il cui processo di calcolo si divide in due fasi. La prima fase prevede l'individuazione di un paniere di società quotate, simili all'azienda in questione, e l'effettuazione di una media ponderata dei loro β *unlevered* calcolati attraverso la formula inversa (15). La

⁸⁴ E. Gonnella. *Logiche e metodologie di valutazione d'azienda*, op.cit., pp. 92-98.

seconda fase è la cosiddetta fase del *relevering*, dove sostituendo il β *unlevered* della formula (14) con quello medio di settore si ottiene il β *relevered*⁸⁵.

Il premio per il rischio che abbiamo considerato fin ora è solo però quello di tipo sistematico, cioè il rischio di mercato nel suo complesso che non può essere eliminato, e non quello idiosincratico, ovvero quello specifico delle aziende che è invece eliminabile attraverso la diversificazione. Tuttavia in alcuni casi è più corretto considerare nel calcolo del K_e oltre *all'Equity Risk Premium*, anche un premio relativo alla mancanza di diversificazione. Infatti per esempio nelle aziende di famiglia medio-piccole, il valore dell'azienda rappresenta una quota cospicua del patrimonio familiare e pertanto l'ipotesi di diversificazione è inappropriata⁸⁶. Oltre al premio di rischio specifico, possono essere considerati altri premi, come il premio per la minore dimensione e il premio per il rischio settoriale.

Il costo del capitale di debito

Il costo del capitale di debito è il tasso che l'azienda deve pagare sul mercato per ottenere nuovi fondi a medio-lungo termine. Il K_d viene determinato in base al livello attuale dei tassi di mercato e in base al livello di rischio dell'impresa. Più l'azienda è rischiosa, più è basso il *rating* attribuitole e quindi di conseguenza peggiori sono anche le varie condizioni applicate ad essa, tra cui il livello dei tassi di interesse. Nel caso vi siano più tipi di debiti di finanziamento, bisogna fare una media dei vari costi dei diversi strumenti ponderata con l'incidenza di ognuno di essi sul totale dei debiti. Il costo del capitale di terzi deve essere inoltre ridotto di un ammontare pari allo scudo fiscale, se gli oneri finanziari determinano un beneficio d'imposta⁸⁷.

La stima del costo del debito può essere effettuata applicando per esempio il ROD (*Return on Debt*) che rappresenta il costo medio del capitale di terzi:

$$(16) \text{ ROD} = \text{Oneri Finanziari espliciti} / \text{Debiti finanziari}$$

Lo stesso risultato può essere ottenuto con la seguente formula:

⁸⁵ E. Gonnella. *Logiche e metodologie di valutazione d'azienda*, op.cit., pp. 99-104.

⁸⁶ R. Tiscini. *Il valore economico delle aziende di famiglia*, op.cit., p. 313.

⁸⁷ G. Donna. *La creazione di valore nella gestione dell'impresa*, op.cit., pp. 127-128.

$$(17) \text{ ROD} = \text{Oneri Finanziari Netti} / \text{Posizione Finanziaria Netta}$$

dove:

Posizione Finanziaria Netta: PFN = debiti di finanziamento - crediti di finanziamento - liquidità - partecipazioni non operative - titoli non negoziabili.

Un altro metodo per stimare il costo del debito è quello di partire invece dal tasso *risk-free* a cui verrà aggiunto uno spread espressivo del rischio di *default*, oscillante tra lo 0,35% e il 20%, il quale dipende dall'indice di *Interest Coverage Ratio* (ICR). L'ICR è dato dal rapporto tra EBIT e Oneri Finanziari Netti. Maggiore è il valore dell'indice, maggiore è la capacità dell'azienda di coprire gli interessi e di conseguenza più elevata sarà la classe di *rating* assegnatole. Ad ogni ICR, e quindi ad ogni livello di *rating*, è associato un tasso di default che andrà quindi poi sommato al *risk-free rate*⁸⁸.

$$(18) K_d = R_f + \text{Default spread}$$

6.5 – Varianti dell'EVA[®]

La formula dell'EVA[®] può essere poi adattata a seconda delle varie tipologie d'impresa. Fin ora abbiamo considerato la formula generale che partendo dai dati di bilancio, opportunamente modificati, riesce a comprendere l'incidenza delle scelte finanziarie sulla creazione di valore.

Una prima variante alla formula originale, può essere quella del Surplus Economico Operativo (SEO) che determina la remunerazione del capitale di proprietà senza tener conto della stima del costo-opportunità ed utilizza, al posto del NOPAT, l'EBIT per superare le difficoltà riguardanti il calcolo delle imposte.

$$(19) \text{ SEO} = \text{EBIT} - (K_d * \text{COIN})$$

⁸⁸ E. Gonnella. *Logiche e metodologie di valutazione d'azienda*, op.cit., pp. 112-113.

Al capitale proprio si assegna quindi un costo pari allo stesso costo lordo del capitale di debito che viene assegnato al capitale di terzi. Questo modello permette di evidenziare quanto incide la mancata stima del K_e e la mancanza del carico fiscale sulla creazione di valore, ma più l'impresa è capitalizzata più il margine di errore è elevato⁸⁹.

Un'altra formula che può essere applicata è quella dell'EVA[®] operativo, il quale ipotizza che l'impresa operi in assenza di indebitamento e si finanzi con i soli mezzi propri.

$$(20) \text{EVA}^{\text{®}}_{\text{op}} = \text{NOPAT} - (K_e * \text{COIN})$$

dove:

$$K_e = R_f + \beta_U * (R_m - R_f)$$

La particolarità dell'EVA[®] operativo è che si concentra sulla dimensione operativa senza considerare la struttura finanziaria e patrimoniale dell'azienda. Infatti il β impiegato nel modello del CAPM è quello *unlevered*, che è quello operativo⁹⁰.

Infine un'altra versione modificata dell'EVA[®] può essere quella del *Refined Economic Value Added* (REVA) che considera il capitale investito non sulla base del valore contabile rettificato, ma su quello di mercato. In questo caso il calcolo del rendimento di un investimento può essere determinato dal rapporto tra i dividendi sommati alla variazione del prezzo di mercato dei titoli posseduti e il prezzo di mercato all'inizio del periodo. Tuttavia se i mercati non sono efficienti il costo del capitale diventa di difficile determinazione e inoltre se si prende in considerazione il capitale di mercato anche il NOPAT dovrebbe essere coerente⁹¹.

7 - L'albero del valore dell'EVA[®]

L'EVA[®] di un'azienda dipende, come sappiamo, da alcune variabili fondamentali:

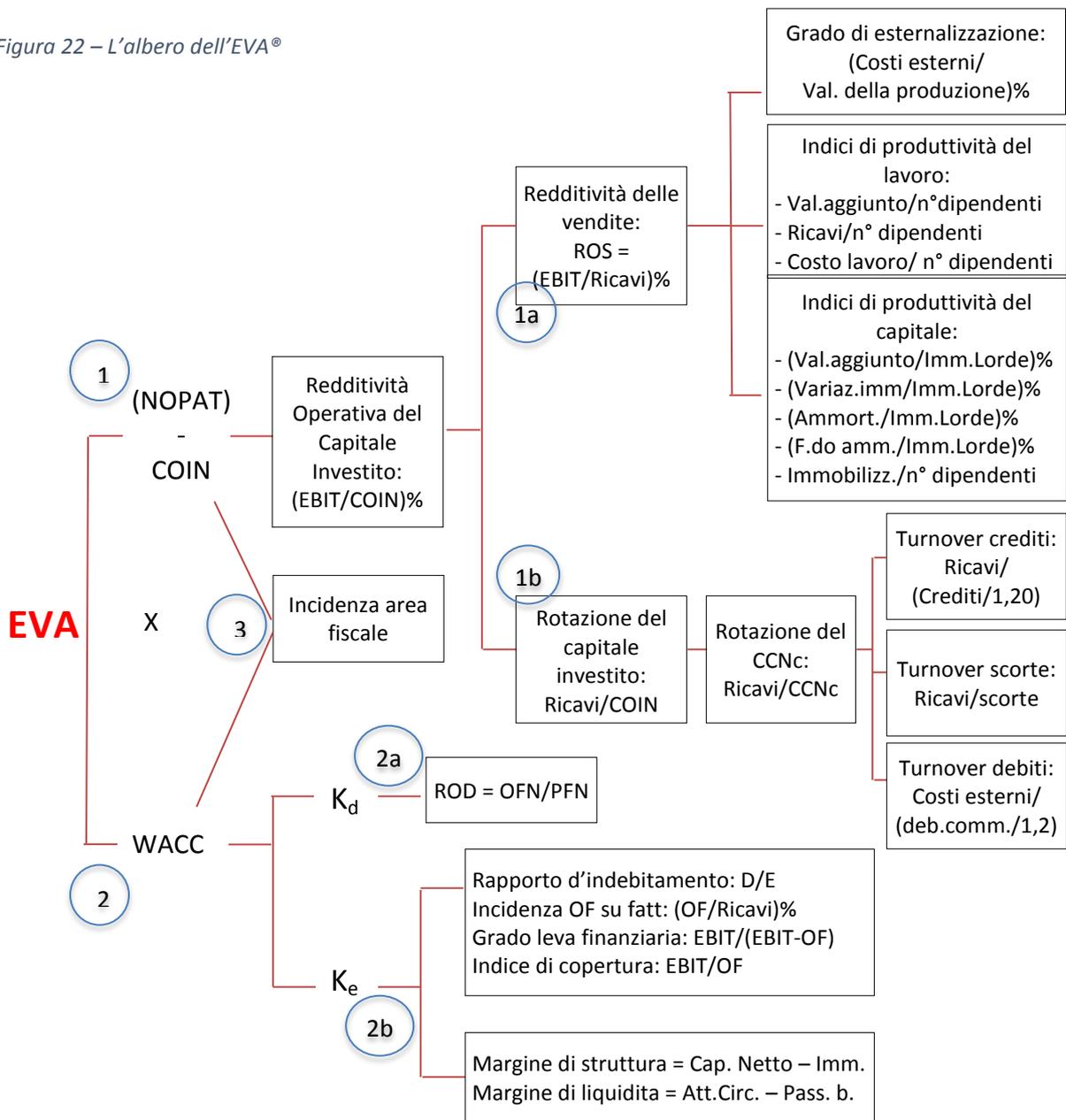
⁸⁹ F. Giunta, M. Bonacchi, G. Bavaglio. *La creazione di valore nel distretto tessile pratese*, op.cit., p. 8 e seguenti.

⁹⁰ F. Giunta, M. Bonacchi, G. Bavaglio. *La creazione di valore nel distretto tessile pratese*, op.cit., p. 9 e seguenti.

⁹¹ R. Giannetti. *Dal reddito al valore*, op.cit., p. 338 e seguenti.

- il reddito operativo;
- il capitale investito;
- il costo medio ponderato del capitale;
- l'incidenza fiscale.

Figura 22 – L'albero dell'EVA®



Fonte: adattamento da Giunta, Bonacchi, Bavaglio (2001), p. 20

Per spiegare gli andamenti di queste variabili, si è cercato di associare ad ognuna di esse degli indicatori di *performance*, rappresentati dai tradizionali indici utilizzati nelle analisi di bilancio e che assumono qui la funzione di *value driver*. Essi evidenziano

quali sono i principali fattori che incidono sulle determinanti dell'EVA[®] e che permettono all'azienda di creare valore. Ponendo l'attenzione quindi su tali indicatori è possibile costruire un cosiddetto “albero del valore” (Figura 10)⁹².

1) Per quanto riguarda il reddito operativo e il capitale investito, l'indicatore che meglio rappresenta le due grandezze è il ROIC, che è l'indice di redditività del capitale operativo investito dato dal rapporto tra EBIT e COIN⁹³. Per valutare la prestazione economica di un'impresa non è sufficiente infatti tener conto dei risultati economici in termini assoluti, ma essi devono essere correlati con il capitale che è stato impiegato per conseguirli. Il ROIC valuta l'efficienza economica della gestione caratteristica, ovvero quanto quest'ultima è in grado di remunerare il capitale operativo investito nell'azienda. Quest'indice è poi scomponibile in altre due formule, che valutano rispettivamente la redditività delle vendite e l'efficienza nell'utilizzo del capitale:

$$(24) \text{ ROIC} = \text{EBIT/COIN} = \underbrace{(\text{EBIT/Ricavi})}_{\text{ROS}} * \underbrace{(\text{Ricavi/COIN})}_{\text{Turnover del capitale}}$$

a) Il ROS (*Return on Sales*) indica la redditività operativa che l'azienda consegue dopo aver coperto i costi operativi⁹⁴. L'andamento di questo indice dipende dalle relazioni esistenti tra Ricavi e Costi Operativi. Per quanto riguarda i costi esterni, si fa riferimento al grado di esternalizzazione, ovvero al rapporto tra i costi esterni e il valore della produzione. I costi operativi esterni comprendono quei costi sostenuti per acquisire dall'esterno una determinata attività e possono assumere anche livelli molto elevati e quindi incidere notevolmente in modo negativo sulla redditività operativa. Per quanto riguarda invece la produzione interna, si fa riferimento agli indici di produttività del lavoro e del capitale.

⁹² F. Giunta, M. Bonacchi, G. Bavaglio. *La creazione di valore nel distretto tessile pratese*, op.cit., p. 17 e seguenti.

⁹³ F. Giunta, M. Bonacchi, G. Bavaglio. *La creazione di valore nel distretto tessile pratese*, op.cit., p. 19.

⁹⁴ F. Giunta, M. Bonacchi, G. Bavaglio. *La creazione di valore nel distretto tessile pratese*, op.cit., pp. 19-21.

Il calcolo della produttività del lavoro esprime quanto riescano a rendere le risorse umane impiegate all'interno dell'azienda. Può essere espressa attraverso per esempio gli indici seguenti:

- Valore aggiunto pro-capite, che evidenzia l'incremento di valore attribuito ai fattori produttivi impiegati nel processo di produzione rapportato a ogni dipendente;
- Costo del lavoro pro-capite, che analizza l'incidenza del totale dei costi del personale sul numero degli addetti;
- Fatturato medio pro-capite, dato dal rapporto tra i ricavi e il numero dei dipendenti.

La produttività del capitale riguarda invece il rapporto tra il risultato di un'attività economica e i fattori che hanno concorso a produrlo, tra i quali le immobilizzazioni.

La produttiva di quest'ultime sono espresse da alcuni indici come:

- Produttività del capitale, dato dal rapporto tra il valore aggiunto e le immobilizzazioni lorde. Questo rapporto migliora con l'esternalizzazione, ovvero con il ricorso all'esterno per lo svolgimento di alcune fasi produttive. L'*outsourcing* ha infatti un impatto positivo sul valore aggiunto, in quanto riduce i costi operativi ed aumenta i ricavi, ed inoltre comporta anche una diminuzione delle immobilizzazioni tecniche richieste dall'azienda;
 - Intensità di capitale pro-capite, dato dal rapporto tra immobilizzazioni e numero dei dipendenti. Sempre attraverso la scelta di esternalizzare le fasi non strategiche all'esterno, è possibile ottenere una diminuzione dell'indicatore a focalizzarsi di più su quelle attività con maggiore valore aggiunto;
 - Tasso di sviluppo degli impianti, che indica la tendenza ad investire costantemente nelle immobilizzazioni per evitare il rischio di obsolescenza;
 - Tasso e grado di ammortamento, che osservano la quota annua di ammortamento delle immobilizzazione e la consistenza dei fondi. Elevate quote d'ammortamento indicano o un'elevata età media delle immobilizzazioni o un elevato tasso di sviluppo degli impianti.
- b) L'indice di rotazione del capitale investito (*Capital turnover*) indica il numero delle volte in cui il capitale investito si rinnova nell'arco di un esercizio,

segnalando il fabbisogno di capitali dell'impresa in relazione al rinnovo degli impieghi⁹⁵. Maggiore è il valore assunto da quest'indice, maggiore è la pressione finanziaria sulla gestione che riesce ad autofinanziarsi. Per un'analisi più approfondita si può prendere in esame anche il solo Capitale Circolante Netto commerciale anzi che il totale del Capitale Investito: l'indice di rotazione del CCNc, dato dal rapporto tra i ricavi e il Capitale Circolante Netto commerciale, segnala che le imprese migliori sono quelle che riescono a creare valore diminuendo il fabbisogno finanziario derivante dal ciclo operativo. Questo si può ottenere attraverso sia tempi d'incasso più rapidi sia con un minor livello di scorte grazie ad un efficiente sistema logistico e di approvvigionamento interno all'azienda.

La remuneratività delle vendite e il grado di efficienza nell'utilizzo del capitale agiscono dunque in modo simultaneo sul ROIC determinando una maggiore o minore redditività dell'attività tipica di gestione. I due indici possono assumere tendenze opposte: per esempio, un aumento dei prezzi di vendita fa sì aumentare il ROS, ma allo stesso tempo potrebbe provocare una riduzione del Capital Turnover. È dunque importante conoscere entrambi gli indici e valutarne la reciproca influenza.

2) Per quanto riguarda invece il costo medio ponderato del capitale⁹⁶, sappiamo che esso è determinato attraverso una media ponderata del costo del debito e del costo del capitale proprio.

- a) Il costo del capitale di debito dipende dal ROD, ovvero dal rapporto tra gli Oneri Finanziari Netti e la Posizione Finanziaria Netta.
- b) Il costo del capitale proprio, calcolato attraverso il CAPM, è invece influenzato dal rischio sia di tipo operativo che di tipo finanziario. Per quanto riguarda il rischio operativo l'analisi si ricollega alla struttura dei costi e delle condizioni di efficienza che abbiamo già approfondito con l'indice ROIC.

Per quanto riguarda il rischio finanziario è necessario invece analizzare la situazione patrimoniale e finanziaria dell'azienda, per valutarne il grado di

⁹⁵ F. Giunta, M. Bonacchi, G. Bavaglio. *La creazione di valore nel distretto tessile pratese*, op.cit., pp. 21-22.

⁹⁶ F. Giunta, M. Bonacchi, G. Bavaglio. *La creazione di valore nel distretto tessile pratese*, op.cit., pp. 22-23.

solvibilità. Per misurare il livello d'indebitamento e l'incidenza degli oneri finanziari possono essere usati i seguenti indicatori:

- Rapporto d'indebitamento, dato dal rapporto tra i debiti finanziari e il capitale netto (D/E);
- Incidenza degli oneri finanziari sul fatturato;
- Grado di leva finanziaria, ottenuto attraverso il rapporto tra EBIT lordi e EBIT al netto degli oneri finanziari;
- *Coverage Ratio*, che indica quanto l'EBIT riesca a coprire gli Oneri Finanziari.

Importanti per misurare il rischio finanziario, sono anche i cosiddetti indici di correlazione che verificano l'esistenza di equilibrio tra fonti e impieghi, tra cui:

- Margine di struttura, dato dalla differenza tra il capitale netto e le immobilizzazioni. Se la differenza è positiva significa che l'azienda ha una situazione patrimoniale solida; se negativa è necessario che l'azienda ottenga almeno un saldo positivo nel Margine di struttura secondario, che è dato dalla differenza tra le passività consolidate e le immobilizzazioni;
- Margine di liquidità generale, dato dalla differenza tra l'Attivo Circolante e le Passività a breve e indica la capacità dell'azienda di far fronte agli impegni a breve attraverso il realizzo delle attività correnti. Significativi possono essere anche quei margini che al posto del totale dell'Attivo Circolante considerano la sola liquidità immediata o comunque tutte le attività corrente, ma al netto del magazzino.

Ovviamente maggiore è il rischio finanziario più il costo del capitale è elevato e minore è il valore creato.

3) Infine, dobbiamo ricordarci che anche le imposte influiscono sul risultato dell'EVA[®]. Le imposte influiscono sia sul NOPAT, in quanto sono utilizzate per correggere il reddito operativo, sia sul costo medio ponderato del capitale, ma sono difficilmente manovrabili dall'azienda⁹⁷.

⁹⁷ F. Giunta, M. Bonacchi, G. Bavaglio. *La creazione di valore nel distretto tessile pratese*, op.cit., pp. 17-18.

In conclusione, possiamo dire quindi che per creare valore è necessario massimizzare la produttività sia del lavoro che del capitale e dotarsi di una struttura leggera con una bassa dotazione di capitale fisso e favorire i processi di esternalizzazione e di sviluppo della logistica. Ed infine è necessario dotarsi di una struttura finanziaria solida per sfruttare la leva finanziaria senza incrementare il grado di rischio percepito⁹⁸.

8 – L'EVA[®] e l'incremento del valore economico dell'azienda

L'*Economic Value Added* corrisponde, secondo la distinzione vista nel paragrafo 4.5, ad un indicatore di CVE: infatti misura la sola creazione o distruzione di valore periodale indotta dalla gestione. Non valuta però l'incremento o il decremento del valore economico, che invece deve essere misurato da una misura di CVT. Tuttavia uno dei vantaggi dell'EVA[®] è quello che è comunque l'unica misura delle prestazioni ad essere collegata anche con il valore di mercato dell'azienda attraverso il concetto di *Market Value Added* (MVA). Il MVA è, al contrario dell'EVA[®], una misura complessiva dei risultati aziendali che indica il valore di mercato che il management aggiunge o sottrae al valore del capitale investito e corrisponde all'attualizzazione di tutti gli EVA[®] attesi che l'azienda si aspetta di produrre in futuro⁹⁹.

$$(21) \text{MVA} = \sum_{t=1}^N \text{EVA}_t / (1 + \text{WACC})^t$$

La valutazione che il mercato fa di un'azienda è uguale alla differenza tra il valore del capitale che la stessa ha investito più un premio o uno sconto dato dalla sommatoria degli EVA futuri attualizzati. Per cui il MVA può essere visto anche come:

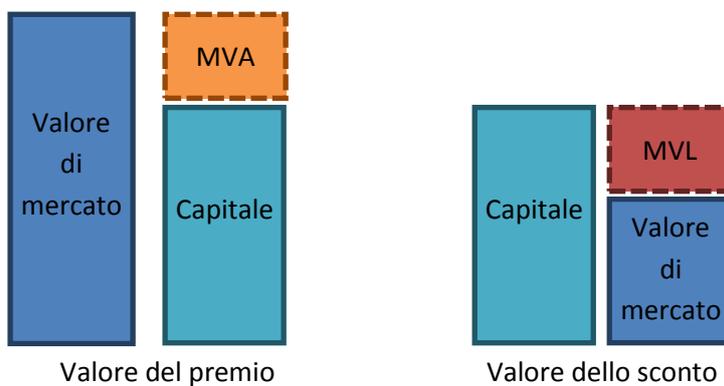
$$(22) \text{MVA} = \text{valore di mercato} - \text{capitale impiegato}$$

⁹⁸ F. Giunta, M. Bonacchi, G. Bavaglio. *La creazione di valore nel distretto tessile pratese*, op.cit., pp. 23-25.

⁹⁹ G.B. Stewart. *La ricerca del valore*, op.cit., p. 148.

Quindi se le aspettative dell'azienda sono quelle di ottenere nel futuro un rendimento pari al suo costo del capitale, il MVA sarà pari a 0 e di conseguenza il valore di mercato sarà esattamente pari a quello impiegato. Le aziende i cui rendimenti sono superiori al costo del capitale invece saranno ricompensate dal mercato con MVA positivi e quindi il loro valore di mercato sarà superiore rispetto al loro valore contabile; l'esatto opposto si avrà se i rendimenti previsti sono inferiori al costo del capitale e in questo caso si parlerà di *Market Value Lost* (Figura 10).

Figura 23 – Relazione tra EVA e MVA



Fonte: adattamento da Stewart (1998), p. 149

Dunque per massimizzare il valore di mercato è necessario massimizzare il valore attuale degli EVA (Figura 9)¹⁰⁰.

L'equivalenza tra la (21) e la (22), e quindi tra il metodo basato sull'attualizzazione dei flussi di EVA[®] prospettici e il metodo basato sulla differenza tra valori di mercato e valori contabili, si basa sull'ipotesi di un mercato efficiente in grado quindi di scontare le attese riguardanti i flussi aziendali. Ne consegue che se vale questa ipotesi il valore economico di tutto il capitale investito può essere determinato nel modo seguente¹⁰¹:

$$(23) \text{ Valore economico} = \text{Capitale contabile rettificato} + \text{MVA}$$

¹⁰⁰ G.B. Stewart. *La ricerca del valore*, op.cit., p. 180.

¹⁰¹ R. Giannetti. *Dal reddito al valore*, op.cit., p. 301.

Date certe ipotesi, il valore economico calcolato con il MVA porterebbe allo stesso identico valore che si otterrebbe attraverso l'analisi dei flussi di cassa attualizzati¹⁰², tuttavia quest'ultimo metodo non riesce a dare nessuna indicazione sul livello di *performance* raggiunta e i risultati non possono essere comparati con quelli di un'altra azienda. Solo quindi attraverso il MVA, viene evidenziato il valore atteso che si crea in ogni periodo e il risultato di ogni decisione di investimento strategico e operativo. Il MVA, infatti, confrontando il valore di mercato dell'impresa con il valore del capitale investito consente di osservare quando un aumento del capitale riesce a produrre valore, e ad esprimere un giudizio del mercato nei confronti delle politiche d'impresa.

9 – Vantaggi e limiti dell'EVA[®]

L'EVA[®] è un indicatore utilizzato sempre più a livello internazionale e ormai anche da moltissime aziende italiane per misurare le *performance* e valutare alcune scelte di investimento. Come ogni altro tipo di indicatore, devono essere tenuti conto però sia dei suoi pregi che delle sue limiti¹⁰³.

Per quanto riguarda i vantaggi, possiamo dire che:

- ✓ ogni progetto viene valutato non solo in termini di redditività assoluta, ma considera il costo per finanziare i nuovi investimenti e lo stock di capitale esistente;
- ✓ non vengono trascurati i vari rischi di gestione;
- ✓ permette di correlare la remunerazione del *management* con l'obiettivo di creazione di valore, incentivandolo e responsabilizzandolo;
- ✓ consente ai *manager* di fissare gli obiettivi da raggiungere ed individuare le leve per ogni tipo di azione;
- ✓ consente di valutare l'effettivo raggiungimento degli obiettivi in termini di creazione di valore e di attuare le opportune azioni correttive;

¹⁰² Infatti:

$$(24) \sum_{t=1}^N [FCF_t / (1 + WACC)^t] = Cl_0 + \sum_{t=1}^N EVA_t / (1 + WACC)^t$$

dove:

FCF = flussi di cassa al tempo t;

Cl₀ = capitale investito al tempo 0.

¹⁰³ S. Setti. La creazione del valore: il metodo EVA, www.misterfisco.it, 20 Ottobre 2007.

- ✓ misura in modo puntuale il valore creato o distrutto nell'esercizio dall'azienda;
- ✓ misura l'incremento del valore economico attraverso l'attualizzazione degli EVA[®] prospettici.

Tuttavia, non mancano alcuni problemi applicativi e per quanto riguarda le principali critiche che gli vengono fatte possiamo citarne alcune:

- ❖ è un modello fuorviante in quelle fasi della vita aziendale caratterizzate da forti investimenti che richiedono il sostenimento di ingenti costi;
- ❖ solitamente i ritorni sugli investimenti effettuati non sono immediati, ma sono lontani nel tempo. Si penalizzano così i periodi vicini a quelli effettuati;
- ❖ un'alta inflazione, che deprezza il valore degli *asset* e apprezza il reddito d'esercizio, tende ad aumentare a parità di condizioni l'EVA[®] dandone un valore fuorviante;
- ❖ non è facile ottenere tutte le informazioni necessarie per il suo calcolo nonostante la semplicità della formula;
- ❖ il COIN e il NOPAT risentono, nonostante le rettifiche, delle politiche contabili della società;
- ❖ per quanto riguarda il MVA, il calcolo degli EVA prospettici dà luogo a problemi relativi alle previsioni future dei flussi e dei tassi di sconto.

CAPITOLO 4

Ricerca empirica: analisi delle aziende familiari soggette al *listing* e al *delisting* su Borsa Italiana tra il 2005 e il 2010

SOMMARIO: 1. Introduzione all'analisi - 2. La *review* nella letteratura – 3. Il campione considerato
3.1. Definizione di azienda familiare – 3.2. Caratteristiche del campione – 3.3. Il *listing* delle società analizzate – 3.4. Il *delisting* delle società analizzate – 4. Impostazione metodologica dell'analisi svolta e difficoltà riscontrate – 5. Applicazione del metodo EVA[®] – 6. Presentazione dei risultati – 6.1. Creazione o distruzione di valore delle società quotate – 6.2. Creazione o distruzione di valore delle società revocate.

1 – Introduzione all'analisi

Dopo aver descritto nei capitoli precedenti quali sono le peculiarità delle *family business*, i vantaggi e gli svantaggi che esse hanno nell'approvvigionarsi sul mercato e il modello vincente che un'impresa deve adottare per poter creare valore, in questo capitolo analizzeremo attraverso lo svolgimento di una ricerca empirica se le aziende familiari italiane, che si quotano, creano o distruggono valore all'interno delle aziende stesse. Al contempo ci chiederemo anche quale sia l'andamento, sempre in termini di creazione del valore, delle aziende che per determini motivi decidono, o sono obbligate, invece ad uscire dalla Borsa.

L'analisi che abbiamo svolto è stata effettuata su un campione di aziende, tutte controllate da una famiglia imprenditoriale, che sono entrate o uscite dalla Borsa tra il 2005 e il 2010 in Italia. È stato scelto questo lasso temporale perché in questo periodo sono disponibili e più facilmente accessibili un maggior numero di dati e informazioni sulle varie società. Per il reperimento di tutti i dati necessari sono state utilizzate varie fonti. Il primo sito consultato è stato quello di Borsa Italiana, dove si è potuto venire a conoscenza delle imprese che si sono quotate o “delistate” nell'ultimo ventennio. Tra queste imprese, attraverso il sito della Consob, si è potuto selezionare quelle imprese considerate familiari, grazie all'analisi della composizione della compagine sociale e

dell'organo amministrativo. Il *database* Aida Bureau Van Dijk, i siti di Borsa Italiana, di Teleborsa e quelli ufficiali delle imprese stesse, hanno permesso infine di accedere ai vari bilanci civilistici d'esercizio delle imprese selezionate, sia negli anni precedenti sia in quelli immediatamente successivi alle operazioni di *listing* o *delisting*, e si sono potute reperire tutte le ulteriori informazioni e documenti utili per l'analisi. Inoltre per alcuni bilanci mancanti è stato consultato il *database* della Camera di Commercio di Pisa.

L'obiettivo che ci poniamo nei prossimi paragrafi è quindi quello di riuscire a valutare la dinamica del valore nelle aziende familiari selezionate che hanno compiuto delle scelte di quotazione o di revoca dei propri titoli dalla Borsa, e se quindi queste hanno creato nel periodo *post-listing* o *delisting* maggior valore rispetto al periodo precedente. Inoltre ci prefissiamo anche il compito di individuare quali sono stati i principali fattori, attraverso l'analisi dei *value driver*, che hanno inciso sulle loro *performance*.

2 – La review nella letteratura

Prima di presentare i dati che abbiamo analizzato e i risultati emersi, è bene fare un excursus sugli studi già presenti in letteratura per quanto riguarda gli effetti in termini di creazione di valore delle operazioni di *listing* e *delisting*.

Il tema della creazione del valore conseguente al *listing*, nello specifico di aziende familiari italiane, è un argomento non molto sviluppato. Uno dei contributi più importanti ci viene dato da F. Perrini (1999), che prendendo come campione le matricole di Borsa familiari e a bassa-media capitalizzazione dal 1995 al 1997 in Italia, ha esaminato non solo il rapporto impresa-famiglia, ma anche quali sono stati gli impatti della quotazione sulla struttura finanziaria, sugli investimenti, sui dividendi delle imprese e sulle relative performance¹. I risultati della verifica empirica hanno evidenziato, che nella quasi totalità dei casi, il giudizio sull'ammissione a quotazione in Borsa è stato positivo in quanto gli obiettivi che erano stati prefissati con la

¹ F. Perrini. *Le nuove quotazioni alla borsa italiana: evidenze empiriche delle PMI*, Milano: Egea, 1999.

quotazione sono stati raggiunti in tutto o in parte. Tutte le imprese sono apparse solide e con una buona posizione competitiva, ma solo una parte ha avuto effettivamente un incremento del proprio valore. Anche P. Mazzola e G. Marchisio (2002), hanno esaminato un campione di società familiari italiane quotate tra il 1995 e il 1998 ed è emerso che il passaggio da società private a società quotate ha influenzato in modo positivo la capacità di crescita delle aziende e ne ha aumentato la redditività².

Altri autori, hanno analizzato le performance post-IPO di aziende italiane sia familiari che non familiari, come M. Pagano, F. Panetta, L. Zingales (1998)³. Essi si sono proposti di evidenziare i principali effetti della quotazione di alcune imprese industriali tra il 1982 e il 1992. Analizzando l'anno del lancio dell'IPO e i successivi tre anni, è emersa una diminuzione della profittabilità delle imprese, pochi disinvestimenti da parte degli azionisti di controllo, una contrazione del costo del credito e un aumento degli *asset* finanziari.

Molti sono stati invece i contributi in campo internazionale, dove per esempio troviamo gli studi di B.A. Jain e O. Kini (1994)⁴ e di W.H. Mikkelson, M.M. Partch e K. Shah (1997)⁵. B.A. Jain e O. Kini, prendendo un campione di 682 società quotate tra il 1976 e il 1988, hanno osservato l'effetto della quotazione sulle *performance* operative delle aziende. Nei cinque anni seguenti l'offerta, si è osservato un peggioramento delle *performance* operative, misurate attraverso numerosi indici come l'*Operating Return on Assets*, l'*Operating Cash Flows*, il *Growth of Sales*, l'*Asset Turnover* e il *Capital Expenditure*. Le *performance* operative migliori sono state ottenute da quelle imprese in cui gli azionisti pre-esistenti hanno mantenuto una maggiore quota azionaria. Per W.H. Mikkelson, M.M. Partch e K. Shah, la riduzione di *performance* negli anni post-IPO è soprattutto dovuta al fatto che le imprese solitamente si quotano in momenti molto favorevoli ma poi i risultati economici sono soggetti a fenomeni di *mean reversion*, ovvero i titoli tendono ad avvicinarsi nel tempo

² P. Mazzola, G. Marchisio. *The Role of Going Public in Family Businesses' Long-Lasting Growth: A study of Italian IPOs*, in *Family Business Review*, 15, 2002, pp. 133-148.

³ M. Pagano, F. Panetta, L. Zingales. *Why do companies go public?: an empirical analysis*, London: CEPR, 1998.

⁴ B.A. Jain, O.Kini. *The Post-issue Operating Performance of IPO Firms* in *The Journal of Finance*, 1994, Vol. 49, pp. 1699-1726.

⁵ W.H. Mikkelson, M.M. Partch, K. Shah. *Ownership and operating performance of companies that go public*, *Journal of Financial Economics*, 1997, vol. 44, no. 3, pp. 281- 307.

al loro prezzo medio. Più recentemente, J. Chi e C. Padgett (2006)⁶, attraverso una ricerca empirica su aziende cinesi, e M.L. Haines e L.G. Jorgensen (2010)⁷, attraverso il calcolo di indici di profittabilità, solvibilità ed efficienza sul mercato scandinavo, sono giunti alle stesse conclusioni degli autori precedenti, ovvero che la quotazione negli anni immediatamente successivi causi un significativo declino nella profittabilità. Per quanto riguarda il *delisting*, a causa della ridotta frequenza di tale operazione e della recente diffusione sul mercato italiano, la dottrina nazionale è ancora poco sviluppata, ma anche quella internazionale risente della complessità e delle peculiarità che la caratterizzano rendendo difficile creare un quadro unitario e omogeneo.

M. Geranio (2004)⁸ ha analizzato le motivazioni che hanno portato a “delistarsi”, tra il 1999 e il 2003, alcune società italiane di recente ammissione sul mercato. L’analisi condotta non ha individuato una spiegazione univoca: in alcuni casi il *delisting* è stato visto come una fase naturale nello sviluppo dell’azienda, in altri casi come conseguenza di errori compiuti durante la fase di quotazione, oppure a volte è servito a massimizzare il risultato di vendita delle partecipazioni in un momento di euforia del mercato. Eccetto alcuni casi che hanno permesso di ottenere dei vantaggi all’azienda in termini di immagine, il *delisting* non è quasi mai stato visto con piacere da parte degli azionisti di controllo e del *management*, che oltre la delusione di non aver saputo reggere i ritmi del mercato, hanno dovuto sopportare ingenti costi, prima di entrata e poi di uscita dal listino. Secondo Pagano, Panetta e Zingales (1998), che oltre ad aver studiato gli effetti del *listing* hanno esaminato anche quelli del *delisting*, il problema, soprattutto per le imprese europee, è riconducibile ad una strategia di quotazione non accuratamente pianificata. I problemi di queste imprese emergono fin da subito e la loro permanenza sul mercato si rivela infruttuosa. Sono indotte così a procedere in poco tempo all’operazione inversa di *delisting*⁹. E’ quindi è importante per poter accedere al listino avere dei buoni fondamentali e una buona organizzazione alla base.

⁶ J. Chi, C. Padgett. *Operating Performance and Its Relationship to Market Performance of Chinese Initial Public Offerings*, in *Chinese Economy*, 2006 vol. 39, no. 5, pp. 28-50.

⁷ M.L. Hansen, L.G. Jorgensen. *Underpricing and Long-run Operating Performance of Initial Public Offerings: Evidence from Scandinavia*, MSc in Finance and International Business, 2010.

⁸ M. Geranio. *I delisting del mercato azionario italiano*, op.cit..

⁹ M. Pagano, F. Panetta, L. Zingales. *Why do companies go public?*, op.cit..

Secondo P.R. Chandy, S.K. Sarkar e N. Tripathy (2004)¹⁰ e secondo la dottrina prevalente, il *delisting* produce molti effetti negativi, sia per gli azionisti che per il mercato. Tale fenomeno porterebbe infatti alla diminuzione del valore e della liquidità dei titoli posseduti dagli *shareholder*, alla perdita di prestigio per i *manager* e inoltre la società stessa perderebbe tutti i benefici acquisiti precedentemente dalla quotazione. Tuttavia alcuni affermano che il *delisting* abbia anche alcuni risvolti positivi, nonostante tale affermazione non possa essere generalizzata e debba essere valutato caso per caso. L. Renneboog, T. Simons e M. Wright (2007)¹¹ e C. Leuz, A. Triantis e T. Wang (2008)¹² sostengono che il “*going private*” riesca a ridurre il conflitto esistente tra *manager* e azionisti dando alla società, grazie ad una maggior flessibilità gestionale, la possibilità di perseguire gli obiettivi indicati nell’eventuale programma di risanamento. Ed infine, J. Macey, M. O’Hara e D. Pompilio (2008)¹³ hanno evidenziato che il *delisting* permette al mercato di mantenere alti livelli di competitività e prestigio: infatti escludendo dalla quotazione quelle imprese che presentano bassi livelli di *performance*, rimangono quelle di alta qualità. Non tutte le imprese con scarse *performance* devono essere però escluse dalla quotazione, ma deve essere verificata la possibilità di poter rilanciare le società attraverso l’attuazione di piani economici ben mirati.

3 – Il campione considerato

Come abbiamo già detto, l’analisi che abbiamo effettuato riguarda la sola categoria delle imprese familiari, che si sono quotate o revocate su uno dei segmenti di Borsa in Italia nel periodo di riferimento. Vediamo ora quali sono caratteristiche del campione

¹⁰ P.R. Chandy, S.K. Sarkar, N. Tripathy. *Empirical Evidence on the effects of Delisting from the National Market System* in Journal of Economics and Finance, 2004, 28(1), pp 46-65.

¹¹ L. Renneboog, T. Simons, M. Wright. *Why Do Public Firms Go Private in the Uk? The impact of Private Equity Investors, Incentive Realignment and undervaluation* in Journal of Corporate Finance, 2007, 13 (4), pp. 591-628.

¹² C. Leuz, A. Triantis, T. Wang. *Why Do Firms Go Dark? Causes and Economic Consequences of Voluntary SEC Deregistration* in Journal of Accounting and Economics, 2008, 45 (2-3), pp. 181-208.

¹³ J. Macey, M.O’Hara e D. Pompilio. *Down and Out in the Stock Market: The Law and Economics of the Delisting Process* in Journal of Law and Economics, 2008, 51 (4), pp. 683- 713.

preso in considerazione, dividendolo a sua volta in due gruppi: quello delle aziende che si sono quotate e quello delle aziende che sono state revocate.

3.1 - Definizione di azienda familiare

Data l'ampia varietà di definizioni esistenti di *family business*, per prima cosa dobbiamo indicare quale di queste abbiamo adottato, se una più ristretta o una più ampia. Ai fini della nostra analisi, si è deciso di considerare il possesso azionario come criterio per definire le aziende familiari, e di utilizzare la definizione di G. Corbetta e C. Demattè, secondo cui un'impresa si definisce familiare quando «una o poche famiglie, collegate da vincoli di parentela, di affinità o da solide alleanze, detengono una quota del capitale di rischio sufficiente ad assicurare il controllo dell'impresa»¹⁴.

Tutte le società incluse nel campione sono di media-grande dimensione e tutte si sono avvicinate, chi prima e chi dopo, nell'arco della loro vita al mercato dei capitali; perciò non abbiamo potuto utilizzare la definizione ristretta di *family business*, secondo cui è familiare solo quella la cui famiglia detiene il controllo proprietario totalitario senza nessuna ingerenza esterna, ma abbiamo preferito adottare il concetto di modello di proprietà aperto, considerando quindi anche quelle la cui famiglia detiene almeno la maggioranza assoluta del capitale.

Come possiamo vedere dalla tabella seguente (Tabella 1), sono state individuate 19 società con tali requisiti che si sono quotate sul mercato italiano tra il 2005 e il 2010 e 15 che invece si sono “delistate” nella solita Piazza e nel solito periodo di riferimento. Non abbiamo considerato nel nostro campione quelle società i cui titoli erano già quotati su mercati esteri e che sono stati ammessi sul segmento MTA International nel periodo considerato. Inoltre non sono state nemmeno prese in considerazione quelle società che nascono dalla scissione di altre società già quotate la cui quotazione è automatica.

¹⁴ Si veda il §2 del Capitolo 1.

Tabella 4 – Aziende quotate o revocate dalla Borsa di Milano tra il 2005 e il 2010

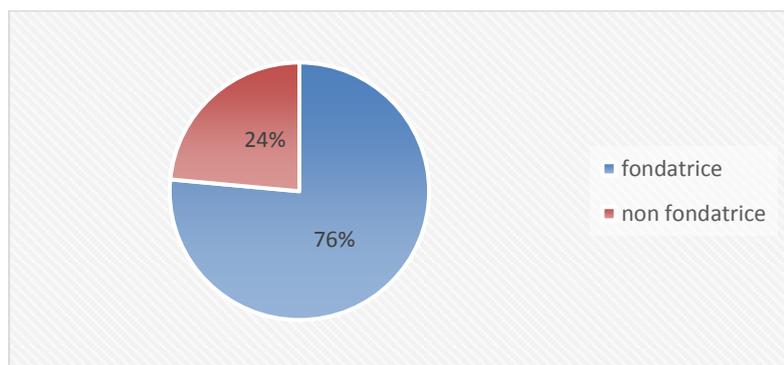
	nome azienda	Famiglia	data quotazione		nome azienda	famiglia	data delisting
1	Caleffi	Caleffi	2005	1	Industrie Zignago S.Margherita	Marzotto e Donà delle Rose	2005
2	Marr	Cremonini	2005	2	NGP	Orlandi	2005
3	Piaggio	Colaninno	2006	3	Arquati	Arquati	2005
4	Elica	Pieralisi	2006	4	Parmalat finanziaria	Tanzi	2005
5	Poltrona Frau	Montezemolo	2006	5	Pagnossin	Rinaldini	2007
6	Antichi Pellettieri	Burani	2006	6	Targetti Sankey	Targetti e Neri	2007
7	Saras	Moratti	2006	7	Marzotto	Donà delle Rose	2007
8	Marazzi Group	Marazzi	2006	8	Garboli	Pizzarotti	2007
9	Damiani	Grassi Damiani	2007	9	Navigazione Montanari	Montanari	2008
10	Bialetti Industrie	Ranzoni	2007	10	Marazzi Group	Marazzi	2008
11	Aeffe	Ferretti	2007	11	Cremonini	Cremonini	2008
12	Landi Renzo	Landi	2007	12	Linificio e Canapificio Nazionale	Marzotto e Donà della Rose	2008
13	Zignago Vetro	Marzotto	2007	13	IFIL	Agnelli	2009
14	B&C Speakers	Coppini	2007	14	Mirato	Ravanelli	2009
15	Biancamano	Pizzimbone	2007	15	It Holding	Perna	2010
16	Piquadro	Palmieri	2007				
17	Enervit	Sorbini	2008				
18	Rosss	Bettini	2008				
19	Fintel Energia Group	Giovannetti	2010				

Fonte: elaborazione personale

Nella maggior parte dei casi, circa il 76% delle famiglie analizzate sono anche le fondatrici delle aziende stesse, le quali vantano di una lunga storia (Figura 1), come per esempio la famiglia Damiani, Caleffi, Marazzi e Cremonini; ma ci sono anche famiglie che invece hanno acquistato la proprietà solo successivamente, come nel caso

della famiglia Ranzoni che ha acquistato Bialetti oppure come il caso della famiglia Colaninno che ha acquistato Piaggio. Nello specifico, tra le aziende che hanno aperto il capitale a terzi ben il 79% sono controllate dalle stesse famiglie che le avevano costituite, mentre per quanto riguarda le aziende che si sono “delistate” se ne possono contare il 73%.

Figura 24 – Presenza di famiglie fondatrici



Fonte: elaborazione personale

Un'altra caratteristica che emerge è il massiccio ricorso alle holding familiari, ovvero quelle holding controllate dagli stessi membri della famiglia, i quali detengono una quota di maggioranza del capitale della società capogruppo. Tra i tanti vantaggi, tali strutture consentono di gestire più agevolmente le proprie società permettendo alla famiglia imprenditoriale di mantenerne saldamente il controllo e di separare l'operatività delle imprese controllate dalla proprietà familiare¹⁵. Per sfruttare tali vantaggi, dunque, più di una famiglia su due delle imprese esaminate ha costituito una *holding* familiare con la forma giuridica di s.a.p.a. o s.r.l.

Tra le aziende del campione selezionato che si sono quotate in Borsa, il controllo è rafforzato dall'assunzione da parte di almeno un componente della famiglia di un incarico nel Consiglio di Amministrazione, che coincide, per quasi la totalità dei casi, con quello di Presidente o di Amministratore Delegato. Lo stesso vale anche per quasi tutte le aziende che sono state invece revocate. Infatti, solo nel 13% dei casi nessun membro della famiglia assume cariche direttive o di governo, le quali sono invece

¹⁵ Si veda il §6.2 del Capitolo 1.

assegnate a soggetti esterni. Tuttavia queste imprese sono state ugualmente considerate nel campione, in quanto la definizione di azienda familiare qui accolta, ricomprende anche quei casi in cui i membri della famiglia non sono presenti o non costituiscono la maggioranza negli organi di governo: le famiglie proprietarie possono esercitare, infatti, il proprio potere di condizionamento attraverso per esempio la nomina di amministratori di fiducia o lo svolgimento di qualsiasi altra mansione all'interno dell'impresa. Quindi, servendoci della classificazione di G. Corbetta possiamo identificare le imprese incluse nel campione come “imprese familiari aperte”, ovvero aziende medio-grandi le cui azioni sono possedute per la maggioranza dai familiari, ma in parte anche da membri esterni alla famiglia, e le cui cariche amministrative e direttive sono assunte anche da soggetti esterni¹⁶.

3.2 – Caratteristiche del campione

Le imprese del campione si possono distinguere in base:

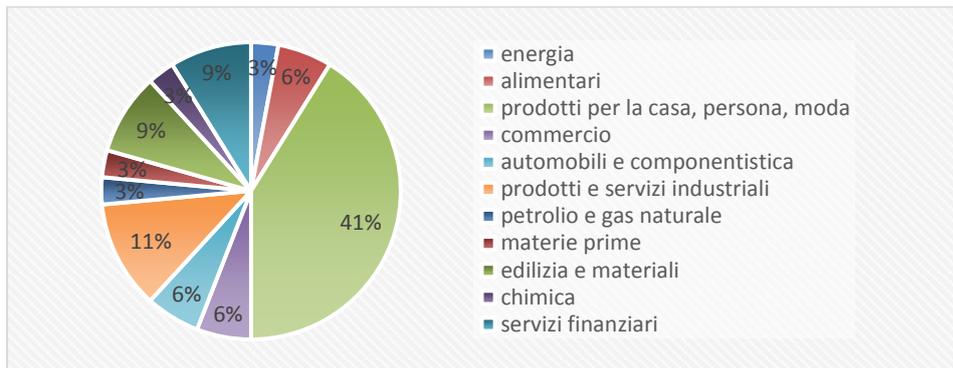
- al settore;
- alla localizzazione geografica;
- alla dimensione;
- all'appartenenza ad un gruppo societario;
- all'anno di quotazione o revoca.

Per quanto riguarda il settore di appartenenza (Figura 2), le imprese del campione appartengono a settori eterogenei tra loro, tra cui quello alimentare, quello dei prodotti e dei servizi industriali, della chimica, dell'energia, del petrolio e del gas naturale, quello automobilistico e quello dei servizi finanziari. Tuttavia il maggior numero delle aziende può essere ricompreso nel settore dei prodotti per la casa, per la persona e moda (41%)¹⁷.

¹⁶ Si veda il §3 del Capitolo 1.

¹⁷ La suddivisione in tali settori è quella in *Super Sector*, effettuata da Borsa Italiana. Per conferire maggior comparabilità alle ricerche e alle analisi svolte in diverse parti del mondo, Borsa Italiana utilizza anche i GICS (*Global Industry Classification Standard*), come criterio accettato a livello mondiale per la classificazione settoriale delle industrie. La logica dei GICS prevede che ogni impresa venga classificata in un settore in funzione del proprio core business e vengono individuati i seguenti settori: *Energy Sector*, *Materials Sector*,

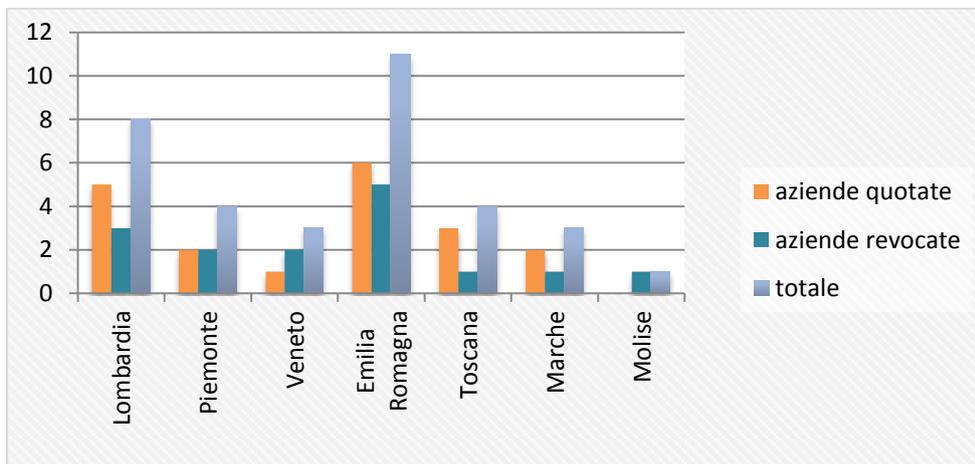
Figura 25 – Distribuzione settoriale



Fonte: elaborazione personale

Per quanto riguarda invece la localizzazione geografica (Figura 3), le società sono collocate esclusivamente al Nord Italia, soprattutto in Emilia Romagna, ma anche in Lombardia, Piemonte e Veneto, e al Centro, in Toscana, nelle Marche e nel Molise. Nessuna delle società ha sede invece nel Sud Italia, e questo riflette l'eterogeneità del tessuto imprenditoriale italiano.

Figura 26 – Localizzazione geografica delle imprese



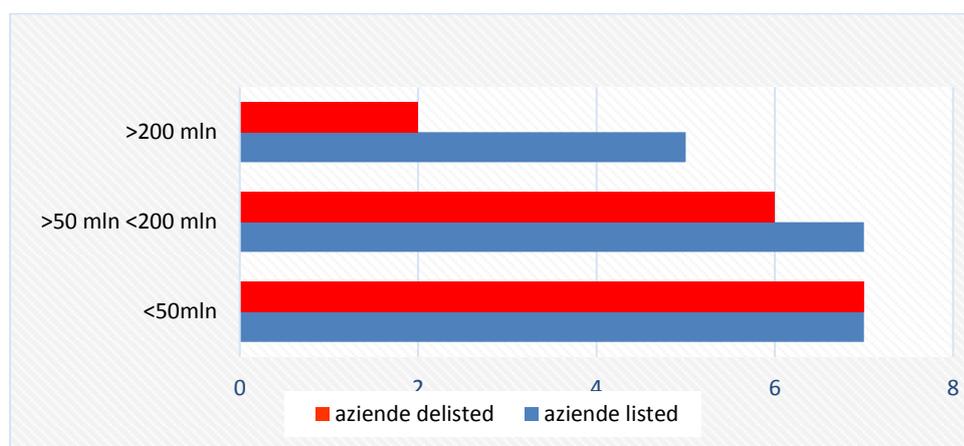
Fonte: elaborazione personale

Dal punto di vista dimensionale, si è considerato il fatturato come criterio di distinzione delle varie *family business* (Figura 4). La maggior parte delle imprese ha

Industrials Sector, Consumer Discretionary Sector, Consumer Staples Sector, Health Care Sector, Financials Sector, Telecommunications Services Sector e Utilities Sector. Vedi Glossario Borsa Italiana.

un fatturato medio annuo inferiore ai 200 milioni: nello specifico, il 37% di quelle “*listed*” e il 47% delle “*delisted*” non superano nemmeno i 50 milioni di euro di fatturato, mentre il 37% delle prime e il 40% delle seconde sono invece comprese tra i 50 e i 200 milioni di fatturato. Le restanti, che rappresentano la minoranza, superano i 200 milioni toccando rispettivamente per i due sottoinsiemi del campione un massimo di 5,38 miliardi di fatturato (Saras) e di 400 milioni (Marazzi Group).

Figura 27 – Distribuzione del fatturato



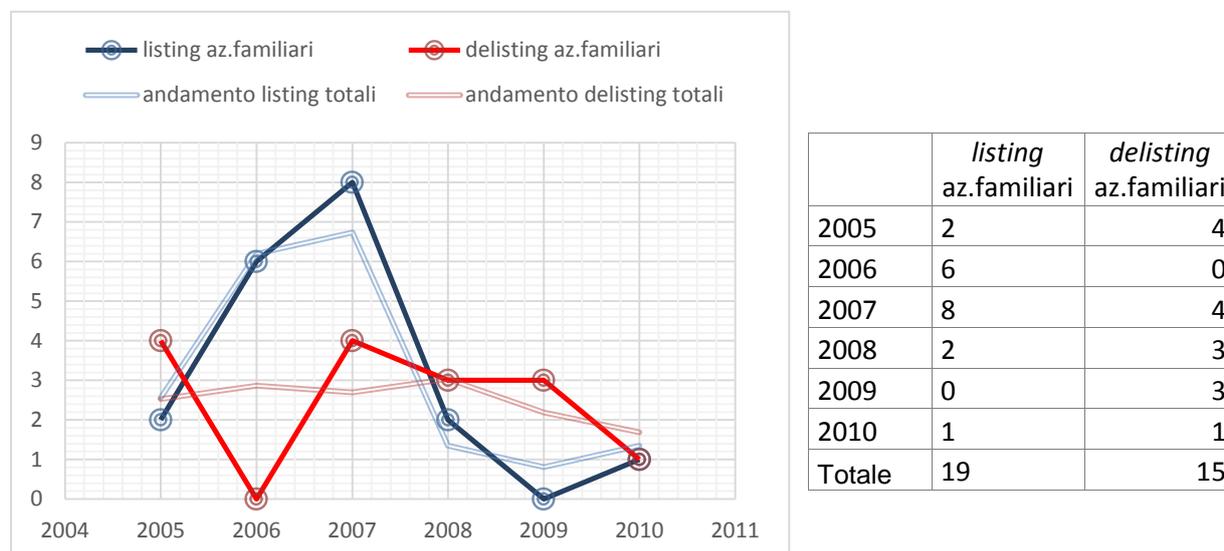
Fonte: elaborazione personale

Tutte le imprese fanno parte di un gruppo societario e assumono anche nel 97% dei casi il ruolo di capofila. A loro volta, il 9% di esse sono però anche controllate da un'altra società capogruppo: Zignago Vetro, Marr, Linificio e Canapificio Nazionale controllano sì altre società, ma a loro volta sono controllate rispettivamente da Zignago Holding, Cremonini e Marzotto. Solo una società, Garboli, è invece totalmente controllata da Impresa Pizzarotti.

Per quanto riguarda l'anno di quotazione delle imprese, possiamo osservare dalla Figura 5, che il numero degli ingressi in Borsa delle *family business* aumenta a partire dal 2005 raggiungendo l'apice nel 2007. Dal 2008 però la crisi mondiale porta il mercato ad un inversione del *trend* positivo: la nuova tendenza ribassista influisce negativamente sulle quotazioni di nuove società e infatti nel 2008 entrano in Borsa solo due nuove aziende di famiglia. Il minimo viene raggiunto nel 2009, dove addirittura non viene registrata nessuna nuova ammissione. I casi di *delisting* delle

imprese familiari sono invece altalenanti, ma si può osservare che essi superano i casi di *listing* negli anni tra il 2008 e il 2010.

Figura 28 – Andamento IPO e delisting dal 2005 al 2010



Fonte: elaborazione personale

L'andamento è in linea con la tendenza generale di mercato e sembra giustificare la tesi ampiamente condivisa in dottrina, del “*hot and cold market*” di J. Helwege e N. Liang (2004)¹⁸, la quale osserva come la distribuzione delle IPO tenda a concentrarsi nelle fasi di *hot market*, ovvero nei periodi in cui il mercato presenta un andamento positivo, mentre si riduce nei periodi di mercato al ribasso, di *cold market*, dove le società quotate sono maggiormente incentivate al *delisting*.

3.3 – Il *listing* delle società analizzate

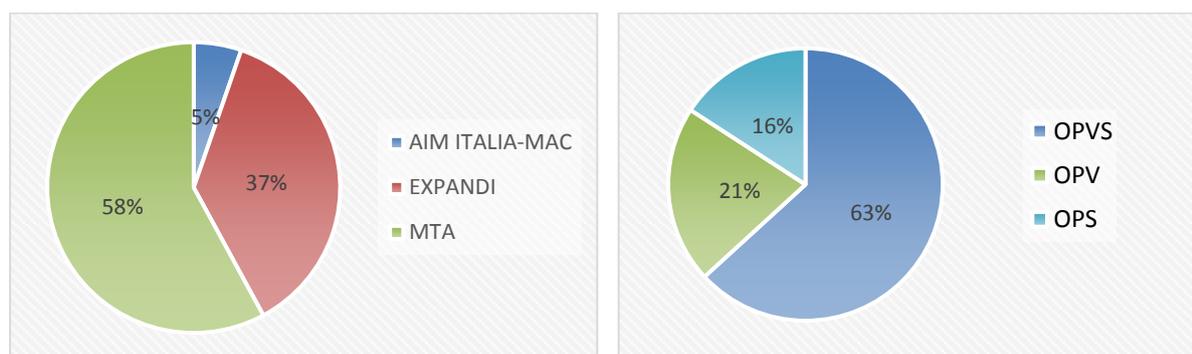
La decisione di quotarsi è stata presa, dalle aziende da noi considerate, in media dopo ventidue anni dalla loro costituzione: si passa da aziende che avevano alle spalle solo due anni di attività a quelle più datate, la cui fondazione risale addirittura a sessant'anni prima, come Marazzi Group. Tra quelle più giovani però, aziende come Piquadro e Antichi Pellettieri non sono nate effettivamente solo qualche anno prima,

¹⁸ J.Helwege, N. Liang. *Initial Public Offering in Hot and Cold Markets*, in *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2004, 39 (3), pp. 541-569.

ma sono state frutto di operazioni di scissione parziale di altre aziende detenute dalla solita famiglia imprenditoriale per motivi di riorganizzazione societaria¹⁹.

Le domande di ammissione in Borsa sono state fatte su segmenti di mercato differenti: il 5% ha richiesto di essere ammesso su AIM Italia²⁰, il 37% sul segmento Expandi²¹ e il 58% sul segmento MTA. In particolare, più della metà delle aziende ammesse al MTA, appartengono al segmento STAR. Per quanto riguarda invece il collocamento, i titoli azionari sono stati collocati per il 16% attraverso un'Offerta Pubblica di Sottoscrizione (OPS), per il 21% attraverso un'Offerta Pubblica di Vendita (OPV) e, per il restante 63%, attraverso un'Offerta Pubblica mista sia di Vendita che di Sottoscrizione (OPVS).

Figura 29 – Segmenti di Mercato e tipo di collocamento



Fonte: elaborazione personale

¹⁹ Le origini di Piquadro S.p.A. risalgono al 1987 quando Marco Palmieri fondò a Bologna, insieme ad altri soci una società in nome collettivo, diventata poi Piqubo S.p.A., controllata dalla famiglia Palmieri. Piqubo costituisce nel 2005 Piquadro Design Factory S.r.l., conferendole il proprio ramo d'azienda, e la trasforma in Piquadro S.p.A. Vedi *Prospetto Informativo relativo all'offerta pubblica di vendita* del 12 ottobre 2007.

Antichi Pellettieri S.p.A. è stata costituita in data 19 febbraio 2004 con la denominazione sociale "Pellettieri Holding S.r.l.", mediante atto di scissione parziale di D&L e successivamente trasformata in società per azioni. Con atto di fusione in data 24 giugno 2004, Pellettieri Holding S.p.A. ha incorporato la Ex-Antichi Pellettieri e ne ha assunto l'attuale denominazione sociale "Antichi Pellettieri". Vedi *Prospetto Informativo relativo all'offerta pubblica di vendita e sottoscrizione* del 19 maggio 2006.

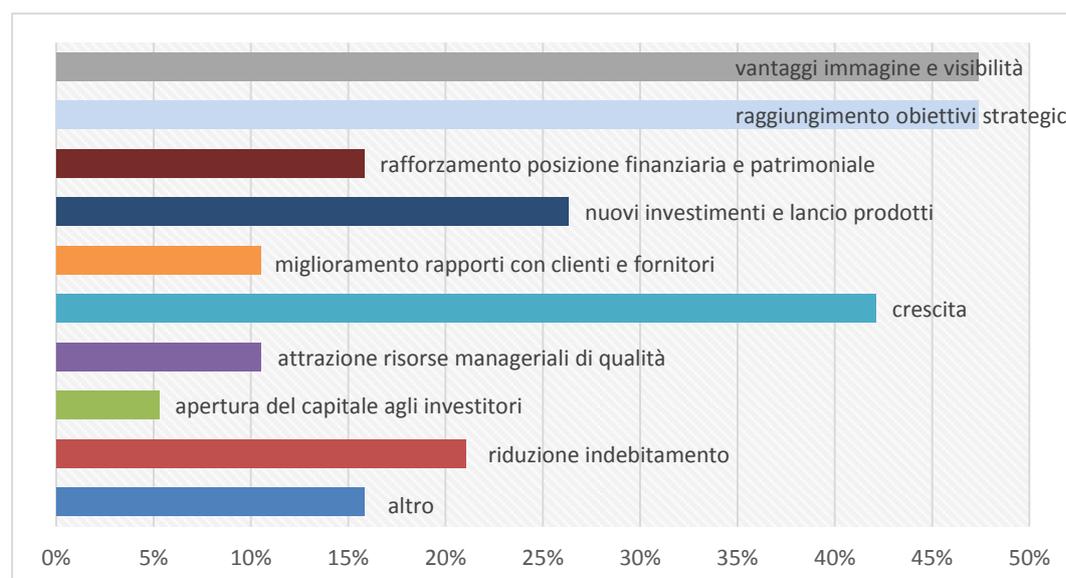
²⁰ AIM Italia è il mercato di Borsa Italiana, nato nel 2009, rivolto alle piccole e medie imprese finanziariamente sane, impegnate in progetti di crescita credibili e sostenibili all'interno di settori in espansione, in grado di attrarre una platea diversificata di investitori. Con l'obiettivo di razionalizzare l'offerta dedicata alle PMI, dal 1 marzo 2012 AIM Italia è stato accorpato al mercato MAC dando vita ad "AIM Italia – Mercato Alternativo del Capitale". Vedi Borsa Italiana.

²¹ Il mercato Expandi è un mercato nato nel 2004 derivante dal segmento precedentemente denominato Mercato Ristretto che ospitava imprese di minore dimensione, anche a controllo familiare che non erano in possesso dei requisiti per accedere al MTA. Tra i principali requisiti vi erano richiesti: capitalizzazione minima pari a 1 milione di euro, flottante minimo pari al 10%, presenza di almeno due bilanci di cui l'ultimo certificato e possesso di adeguati indicatori economico-finanziari negli ultimi due esercizi precedenti la quotazione. Dal 2009 i Mercati Expandi e MTA sono stati accorpati e, per continuare a soddisfare le esigenze delle società più piccole, è stato creato un ulteriore segmento: AIM ITALIA. Vedi *Glossario Borsa Italiana*.

Dai vari prospetti informativi di quotazione emerge che sono diverse le motivazioni che hanno spinto le aziende a quotarsi (Figura 7). I motivi principali sono riconducibili innanzitutto al più facile accesso al mercato dei capitali dato dalla Borsa per l'acquisizione di risorse finanziarie al fine di raggiungere gli obiettivi strategici prestabiliti (47%) e supportare la crescita aziendale (42%) sia interna, attraverso la realizzazione di nuovi investimenti e il lancio di nuovi prodotti (26%), sia esterna attraverso operazioni di M&A. Altre aziende, sono motivate invece dal fatto che l'esposizione al mercato consente anche di ottenere vantaggi in termini di immagine e visibilità (47%), che migliorano i rapporti con i clienti e i fornitori (11%), con un conseguente perfezionamento delle condizioni di mercato e l'eliminazione dei vincoli contrattuali. L'incremento della visibilità sul mercato permette inoltre di attrarre risorse manageriali di qualità (11%) e investitori professionali (5%), i quali sono maggiormente stimolati ad ottenere risultati più soddisfacenti.

L'obiettivo della quotazione è stato invece per alcune società quello di rafforzare la posizione finanziaria e patrimoniale dell'azienda (16%) e di diminuire l'indebitamento (21%) in modo da migliorare il livello di *leverage* e migliorare lo *standing* creditizio nei confronti di finanziatori e fornitori.

Figura 30 – Le motivazioni del listing



Fonte: elaborazione personale

Infine, alcune società hanno dichiarato che la loro quotazione è stata finalizzata a valorizzare l'azienda e ad ottenere una maggior competitività sul mercato, anche internazionale. Nessuna delle aziende familiari sembra aver fatto ricorso alla quotazione per motivi di successione generazionale.

3.3 – Il *delisting* delle società analizzate

Per quanto riguarda invece le 15 società revocate dalla Borsa, il *delisting* è avvenuto in media dopo circa diciotto anni dalla loro iniziale quotazione. Di queste, la maggior parte ha comunque continuato la propria attività sotto il controllo della solita famiglia imprenditoriale; alcune hanno invece cessato la loro attività per insolvenza e altre, dopo essere state sottoposte ad amministrazione straordinaria, sono state risanate, ma con un cambiamento di proprietà. Se osserviamo il periodo di permanenza sul mercato delle singole aziende, si nota che alcune società hanno effettuato il *delisting* solo dopo pochi anni di permanenza sul mercato.

Come possiamo vedere dalla Tabella 2, per alcune società il *delisting* è stato di tipo volontario (60%) mentre per altre è stato invece imposto dalle Autorità (40%).

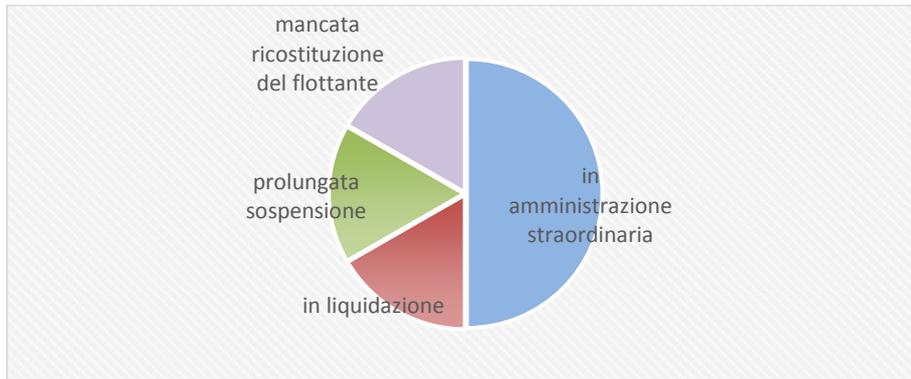
Tabella 5 – Casi di *delisting* volontario e involontario

<i>Delisting</i> volontario	<i>Delisting</i> involontario
1) IFIL 2) Mirato 3) Navigazione Montanari 4) Marazzi Group 5) Cremonini 6) Linificio e Canapificio Nazionale 7) Targetti Sankey 8) Marzotto 9) Industrie Zignago S. Margherita	1) It Holding 2) Pagnossin 3) Garboli 4) NGP 5) Arquati 6) Parmalat Finanziaria

Fonte: elaborazione personale

Per quanto riguarda i casi di *delisting* obbligatorio, vediamo quali sono state le motivazioni che hanno portato Borsa Italiana a revocare gli strumenti finanziari quotati delle sei aziende (Figura 8).

Figura 31 – Motivazioni di *delisting* obbligatorio



Fonte: elaborazione personale

I titoli di It Holding, Arquati e Parmalat Finanziaria sono stati revocati perché le società sono state poste in Amministrazione straordinaria. Nel caso di Pagnossin invece, i titoli sono stati ritirati dal mercato perché l'impresa è stata messa in liquidazione per l'impossibilità di coprire la perdita o di ricostituire il capitale per la prosecuzione dell'attività. I titoli di NGP, che erano stati ammessi sul mercato solo nel 2003, sono stati invece revocati a causa della prolungata sospensione dal mercato per un periodo di tempo eccedente i 18 mesi²², nonostante la società abbia manifestato il convincimento per il buon esito del Piano di riconversione industriale e della conseguente piena ripresa produttiva²³. Ed infine, per quanto riguarda Garboli, Borsa Italiana ha dovuto richiedere la revoca dei suoi titoli a causa della mancata ricostituzione del flottante da parte degli azionisti di minoranza, in seguito all'aumento di capitale che era stato deliberato per ricostituire il capitale sociale utilizzato per la

²² Si sono manifestati i presupposti individuati dal combinato disposto dell'art. 2A.3.5, dell'art. 2.5.1, comma 1, lettera b) e comma 3, nonché dell'art. 2.5.1, comma 4, lettera e). Vedi *Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A.* deliberato dall'Assemblea di Borsa Italiana S.p.A. del 29 aprile 2005.

²³ La società ha dichiarato che non appena saranno ripristinati i parametri economico-finanziari necessari, conseguenti alla ripresa dell'attività industriale, si attiverà per poter essere riammessa alla quotazione.

copertura delle perdite²⁴. La società ha dovuto, in base a quanto previsto dalla Consob²⁵, lanciare un'OPA obbligatoria residuale, senza che vi fossero ulteriori motivazioni economiche a supporto.

Per quanto riguarda le aziende “delistate” volontariamente, dobbiamo dire che tutte, eccetto IFIL, hanno continuato la loro attività con la stessa struttura aziendale. IFIL invece, per motivi di semplificazione della catena di controllo della famiglia, si è fusa con la sua controllante IFI, ed ha quindi cessato di esistere come entità a se stante²⁶.

Le più frequenti cause di *delisting* per le aziende del campione, come possiamo vedere dalla Figura 10, possono essere ricercate nella richiesta di maggior flessibilità ed efficienza all'interno dell'azienda (44%) per poter perseguire strategie di sviluppo e realizzare nuovi investimenti. Tali operazioni potrebbero infatti impattare negativamente sul reddito e sul corso delle azioni e per cui è preferita la presenza di un azionariato di tipo concentrato (44%), che è più stabile e coeso rispetto a quello di tipo diffuso e che penalizza meno il valore delle azioni e il risultato d'esercizio (33%).

Altre società hanno deciso invece di “delistarsi” per rafforzarsi e perseguire una strategia di consolidamento e di espansione (22%), per semplificare e rafforzare la struttura del gruppo (22%) o per ottenere un maggior valore, data la forte penalizzazione nel prezzo dei propri titoli sul mercato (22%). Infine alcune società sono state spinte a revocare i propri titoli a causa degli eccessivi oneri a cui erano soggette, spesso non giustificati rispetto al flottante ridotto (33%).

Inoltre possiamo osservare per alcune società anche motivazioni particolari di *delisting*: come per esempio, il *delisting* l'anno precedente della propria capogruppo per Linificio e Canapificio Nazionale, oppure la trasformazione da holding industriale a holding finanziaria per Cremonini che ha fatto venir meno le ragioni delle stessa sul

²⁴ Impresa Pizzarotti, in data 24 giugno 2005, ha acquisito da CON.I.COS Partecipazioni Generali S.p.A l'89,994% del capitale dell'Emittente e in seguito a tale acquisto Impresa Pizzarotti è stata tenuta a promuovere un OPA obbligatoria ai sensi dell'art. 106 del TUF arrivando così a detenere complessivamente il 90,924% del capitale sociale. In data 27 dicembre 2005 l'assemblea degli azionisti ha deliberato l'annullamento del capitale sociale per copertura delle perdite e la sua ricostituzione mediante aumento di capitale, ma a causa della mancata integrale sottoscrizione da parte degli azionisti di minoranza e della conseguente ricostituzione del flottante, Impresa Pizzarotti ha dovuto promuovere l'offerta pubblica in esecuzione di quanto prescritto da Consob. Vedi *Prospetto Informativo dell'offerta pubblica residuale* di maggio 2007.

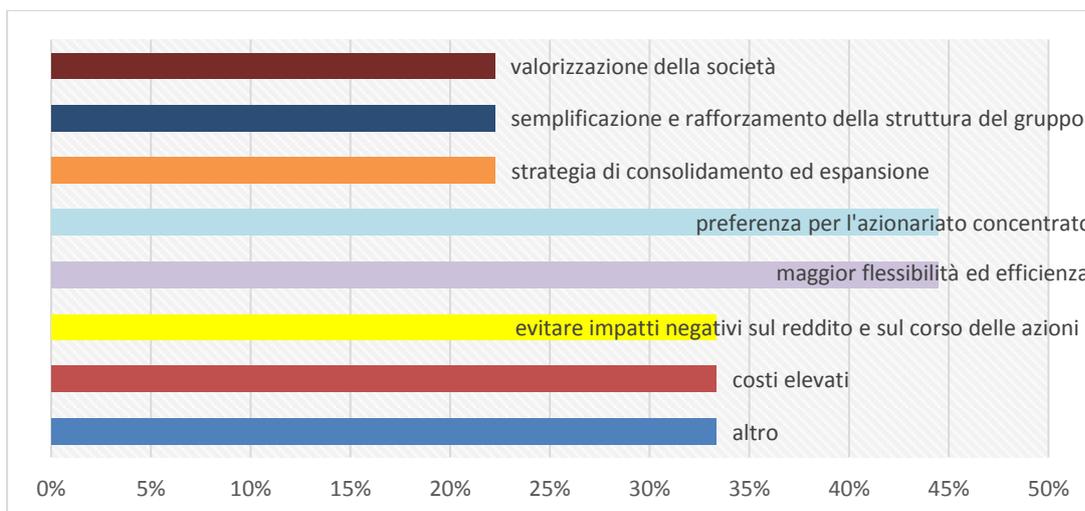
²⁵ Vedi Art. 108 del TUF.

²⁶ La fusione è avvenuta attraverso la concentrazione in capo a IFI del ruolo di società di investimento e il contemporaneo cambio di denominazione in Exor S.p.A. Vedi *Progetto di Fusione* del 23 settembre 2008.

mercato azionario ed ancora per esempio, la conclusione per Targetti Sankey di un'operazione di M&A totalmente finanziata con debito bancario incompatibile con lo status di società quotata.

Come abbiamo già osservato all'inizio del paragrafo, alcune aziende sono uscite dal mercato solo dopo pochi anni di permanenza sul mercato. Esempio emblematico è il caso di Marazzi Group, che infatti è compreso sia tra le aziende quotate del nostro campione sia tra quelle revocate. La società si era appunto quotata nel 2006 per realizzare il Piano di sviluppo industriale e perseguire la propria crescita per linee esterne, ma solo dopo 2 anni di quotazione, nel 2008, il cambiamento del settore in cui essa operava e la necessità di una strategia di consolidamento ed espansione molto incisiva hanno richiesto all'azienda di fare marcia indietro e ritirare i titoli dalle contrattazioni mantenendo però sempre il solito assetto proprietario.

Figura 32- Le Motivazioni di delisting volontario



Fonte: elaborazione personale

Eccetto il caso di fusione per incorporazione, gli altri casi di *delisting* volontari sono stati realizzati attraverso un'Offerta Pubblica di Acquisto volontaria totalitaria da parte delle stesse famiglie detentrici del pacchetto di controllo della società (77%) o, comunque, da società veicolo (23%) costituite appositamente dalle famiglie stesse con successiva fusione per incorporazione dell'Emittente nell'Offerente o viceversa.

A seguito del lancio di un'Offerta Pubblica di Acquisto obbligatoria, in conseguenza del superamento della soglia del 90% delle azioni, è sorto per Linificio e Canapificio Nazionale e per Marzotto l'Obbligo di promuovere l'Offerta residuale: la revoca è stata quindi disposta solo a partire dal primo giorno di Borsa aperta successivo all'ultimo giorno di pagamento del Corrispettivo delle Azioni Ordinarie.

4 - Impostazione metodologica dell'analisi svolta e difficoltà riscontrate

Dopo aver selezionato le aziende da inserire nel campione, per dare una risposta al quesito che ci siamo posti in questo elaborato, ovvero se le aziende che quotano o revocano i loro titoli creano o distruggono maggior valore nel periodo successivo al *listing* o al *delisting*, si è provveduto ad esaminare per ogni impresa i prospetti dello Stato Patrimoniale e del Conto Economico relativi ad un orizzonte temporale di 6 anni. Quando è stato necessario e, se possibile, è stata consultata anche la Nota Integrativa. Nello specifico si è deciso di analizzare i bilanci civilistici non consolidati relativi a:

- i 2 anni precedenti all'operazione di *listing* o *delisting* (n-2, n-1);
- l'anno di riferimento dell'operazione (n);
- i 3 anni immediatamente successivi (n+1, n+2, n+3).

In questo modo si è potuto ottenere un quadro completo sull'andamento dell'azienda e fare un confronto tra l'andamento prima e dopo l'operazione effettuata per quanto riguarda il valore creato dall'azienda. Per Marazzi Group, i cui titoli sono stati revocati dal listino solo dopo un biennio, non è stato possibile effettuare l'analisi post-quotazione per 3 anni, ma solo per due. Lo stesso vale per Garboli, per il periodo post-*delisting*, a causa della difficoltà nel rintracciare il bilancio dell'esercizio n+3. L'anno di passaggio da società quotata a società non quotata, e viceversa, è stato considerato nell'analisi insieme agli anni n-2 e n-1 in quanto gli effetti delle operazioni di *listing* e *delisting* si iniziano a manifestare solo dagli anni successivi.

I prospetti contabili sono stati poi riclassificati e sottoposti a successive rielaborazioni. Lo Stato Patrimoniale è stato riclassificato secondo il criterio di pertinenza gestionale, distinguendo dunque l'area operativa da quella finanziaria. L'area operativa è stata a

sua volta suddivisa nel capitale circolante operativo netto, capitale fisso operativo netto, fondi operativi e capitale extra caratteristico. A causa della mancanza di alcune informazioni tutte le immobilizzazioni materiali sono state imputate alla sola area caratteristica. L'area finanziaria comprende invece il patrimonio netto e la posizione finanziaria netta. È stato ipotizzato che tutto l'utile realizzato sia stato mandato a riserva invece che distribuito ai soci e quindi che esso confluisca nel capitale circolante operativo netto. Il Conto Economico è stato riclassificato invece a costi e ricavi della produzione ottenuta. Anche per il Conto Economico sono state fatte alcune supposizioni tra cui, per esempio, che tutti i ricavi e gli oneri diversi di gestione fossero relativi alla gestione caratteristica e non a quella straordinaria.

Per la stima della creazione del valore è stato utilizzato il metodo dell'EVA[®], anche nella sua variante di EVA[®] operativo²⁷. La concreta applicazione del metodo EVA[®], che sarà illustrata nel paragrafo seguente, ha fatto emergere alcune difficoltà che sono state superate attraverso espedienti e vari aggiustamenti dei dati rilevati dai bilanci. Il calcolo è stato effettuato per ogni impresa annualmente, ma si è proceduto poi anche a calcolarne la media e la cumulata degli anni pre-quotazione o pre-*delisting* e degli anni post-quotazione o post-*delisting*. Per valutare se le aziende analizzate hanno avuto un andamento positivo o negativo è stato quindi fatto il confronto tra i risultati precedenti e successivi dell'operazione, calcolandone l'incremento o il decremento percentuale dai risultati. Inoltre, essendo l'EVA[®] una misura assoluta di valore, i risultati sono stati espressi anche in termini percentuale sul valore aggiunto in modo da rendere comparabili i risultati delle diverse imprese.

Le imprese sono state poi suddivise in due classi a seconda se:

- abbiano creato maggior valore o distruttone in misura minore;
- abbiano creato minor valore o distruttone in misura maggiore.

Per ciascuna impresa, all'interno di ogni classe, sono stati inoltre calcolati vari indicatori ritenuti espressivi dei *value driver* per valutare quali sono stati i principali fattori che hanno inciso sulla creazione di valore e ne è stata fatta una media.

L'analisi effettuata ha però incontrato parecchi limiti. Uno dei principali limiti può essere individuato nel numero ridotto delle imprese del campione che tuttavia

²⁷ Vedi §6.5 del Capitolo 3.

rappresentano la totalità dell'universo osservabile nel periodo di tempo definito. Per le imprese "delistate" inoltre si sono potute considerare solamente quelle imprese che hanno continuato a svolgere la loro attività nel periodo successivo al *delisting* con la stessa struttura societaria, perché per le altre a causa della mancanza di dati non si sarebbe potuto fare il confronto tra il periodo precedente e successivo al *delisting*²⁸. Oltre alla numerosità del campione, anche il limitato periodo temporale di analisi non ha permesso di valutare correttamente la creazione di valore delle aziende. Alcune azioni intraprese dalle società potrebbero avere avuto infatti ripercussioni a più lungo termine e che quindi sono riflesse solo parzialmente nei risultati a breve.

Inoltre è di rilevanza il fatto che il periodo considerato ricomprende in parte anche il periodo di grande crisi internazionale che ha avuto origine nel 2008, proprio sui mercati finanziari, in conseguenza allo scoppio delle bolle immobiliari che si erano formate sul mercato statunitense. Essa ha avuto ripercussioni su tutti i mercati finanziari mondiali espandendosi anche successivamente all'economia reale.

Per quanto riguarda la comparazione dei dati, varie difficoltà sono emerse dal fatto che le operazioni di *listing* o *delisting* sono state effettuate in anni differenti, anche se comunque in un limitato arco temporale di 6 anni. Inoltre le società confrontate, eccetto il carattere di familiarità, sono molto diverse l'una dall'altra, per il settore in cui operano, per il livello di fatturato, per l'evoluzione nel tempo avuta dall'azienda, e così via.

5 – Applicazione del metodo EVA[®]

L'EVA[®] che abbiamo calcolato non è il cosiddetto True EVA[®], ovvero quel modello che tiene conto di tutte le rettifiche derivanti dall'applicazione di informazioni sia

²⁸ Le aziende "delistate" che sono state considerate nell'analisi sono le seguenti:

Industrie Zignago S. Margherita	Navigazione Montanari
NGP	Marazzi Group
Targetti Sankey	Cremonini
Marzotto	Linificio e Canapificio Nazionale
Garboli	Mirato

esterne che interne alle aziende e che garantisce la massima significatività dell'indicatore. Utilizzando infatti i bilanci civilistici non è stato possibile operare delle rettifiche contabili come richiede il metodo originale, ma si è comunque applicata la logica sottesa all'EVA[®].

Accanto al tradizionale modello EVA[®], è stato calcolato inoltre anche l'EVA[®] di tipo operativo, che prescindendo dalla struttura finanziaria dell'impresa, si è concentrato sulla dimensione operativa della gestione e, confrontandolo con il primo, ha permesso di capire quanto le scelte finanziarie dell'impresa incidano sulla creazione di valore.

Vediamo adesso come sono stati calcolati gli elementi fondamentali dell'EVA[®], ovvero il NOPAT, il COIN e il costo del capitale.

1) Il NOPAT, è stato calcolato nel modo seguente (Tabella 3) senza effettuare nessuna rettifica ulteriore:

Tabella 6 – Calcolo del NOPAT

Ricavi operativi	-
Costi operativi	=
Margine Operativo Lordo	-
Ammortamenti e accantonamenti operativi	=
EBIT	-
Imposte pro-forma	=
NOPAT	

Fonte: Giunta, Bonacchi, Bavaglio (2001), p. 5

Dal Margine Operativo Lordo (MOL), ottenuto dalla differenza tra i ricavi operativi e i costi relativi al consumo delle materie, ai servizi, al godimento di beni di terzi, al personale e gli oneri diversi di gestione, sono stati sottratti gli ammortamenti, gli accantonamenti e le svalutazioni, determinando l'EBIT. Sottraendo a sua volta all'EBIT le imposte pro-forma si è giunti al NOPAT.

Le imposte pro-forma sono state calcolate attraverso il metodo indiretto, ovvero si è sommato alle imposte sul reddito d'esercizio, date dalla Voce 22 del Conto Economico, lo scudo fiscale sugli Oneri Finanziari. La Voce 22 del C.E. tiene conto

tuttavia delle sole imposte sul reddito, come l'IRES (Imposta sul Reddito delle Società), che è pari al 27,5%²⁹, e non conteggia invece imposte come l'IRAP (Imposta Regionale sulle Attività Produttive) la quale non è calcolata sul reddito, ma ha una specifica base di calcolo.

Per calcolare lo scudo fiscale da sommare alle imposte sul reddito, abbiamo moltiplicato gli Oneri finanziari, iscritti nella Voce C 17 del C.E., con l'aliquota IRES del 27,5%.

2) Anche per il COIN, come per il NOPAT, non è stata effettuata alcuna rettifica ulteriore al risultato derivante dallo Stato Patrimoniale riclassificato secondo il criterio di pertinenza gestionale. Per rendere la grandezza più attendibile e trasformarla da grandezza stock a grandezza flusso, è stata effettuata una media tra il COIN dell'esercizio analizzato con quello dell'esercizio precedente.

3) Infine, l'ultima grandezza da considerare e non per questo meno importante delle altre, è il costo del capitale. Per il calcolo dell'EVA[®], abbiamo utilizzato il WACC, dato dalla media ponderata tra il costo del capitale proprio e il costo del debito.

Per calcolare il costo del capitale proprio è stato utilizzato il modello CAPM, di cui abbiamo trattato nel paragrafo 6.4 del capitolo precedente. Come abbiamo già visto esso è dato dalla somma tra il tasso privo di rischio e il premio per il rischio specifico richiesto dagli investitori per aver scelto di investire in un'attività rischiosa anzi che in una *risk-free*. Per il calcolo del tasso *risk-free*, abbiamo utilizzato i tassi medi di interesse dei BTP decennali, trovati sul sito del Dipartimento del Tesoro italiano.

Tabella 7 – Rendimenti BTP a 10 anni

Anno	Tasso R _f %	anno	Tasso R _f %
2002	5,04	2008	4,75
2003	4,20	2009	4,32

²⁹ L'IRES è stata introdotta nel 2004 sostituendo l'IRPEG (Imposta sul Reddito delle Persone Giuridiche) che era pari al 34%. L'IRES è un'imposta proporzionale che prevedeva inizialmente un'aliquota del 33%, ma con l'Art. 1, comma 33, lettera e) della Legge 24 dicembre 2007, n. 244, l'aliquota IRES è passata al 27,5%. Per agevolare i calcoli si è considerata per tutti gli anni di analisi un'aliquota del costante del 27,5%.

2004	4,29	2010	4,01
2005	3,54	2011	5,25
2006	3,95	2012	5,65
2007	4,41	2013	4,38

Fonte: adattamento da sito del Dipartimento del Tesoro www.dt.tesoro.it

Per quanto riguarda il premio per il rischio di mercato, dato dalla differenza tra R_m e R_f , è stato applicato il tasso del 6%, così come stabilito da G.B. Stewart³⁰. Per passare da un premio per il rischio di mercato a un premio per il rischio specifico, è stato necessario applicare il β , ovvero il coefficiente di rischio sistematico dell'azienda. Il β *unlevered* medio è stato individuato per ogni azienda dal database Aida Bureau Van Dijk ed è stato trasformato in β *levered*, con la Formula (14) del Capitolo 3, applicando un'aliquota fiscale del 27,5% e il *leverage* specifico di ogni azienda. Il *leverage* da noi utilizzato, è dato dal rapporto tra Posizione Finanziaria Netta ed Equity Value, che sono ottenibili entrambi dalla riclassificazione dello Stato Patrimoniale.

Per calcolare invece il costo del capitale di debito, è stata utilizzato il ROD, che ricordiamo è dato dal rapporto tra gli Oneri Finanziari Netti e la Posizione Finanziaria Netta.

Al fine di ottenere il WACC, il costo del capitale proprio e il costo del capitale di debito al netto del carico fiscale, devono essere ponderati. I pesi scelti sono rispettivamente l'*Equity Value* per il primo e la Posizione Finanziaria Netta per il secondo.

6 – Presentazione dei risultati

Dopo aver applicato il modello EVA[®] sopra descritto, anche nella sua variante operativa, alle società appartenenti al campione, sia quelle quotate che quelle revocate, è arrivato il momento di mostrare i risultati emersi dallo studio effettuato.

³⁰ «C'è un qualche motivo di fondo perché il premio per il rischio di mercato debba essere il 6%? Nessuno che noi conosciamo. È un po' come chiedersi perché il Signore abbia scelto π pari al numero 3,141519... Non domandatevelo. Semplicemente memorizzatelo». G.B. Stewart. *La ricerca del valore*, op.cit., p. 375.

6.1 – Creazione o distruzione di valore delle società quotate

Applicando il modello EVA[®] a ciascuna società familiare selezionata, nei tre anni precedenti alla quotazione e nei tre successivi, e facendone sia il calcolo medio che cumulato dei due periodi, sono stati conseguiti i seguenti risultati (Tabella 5).

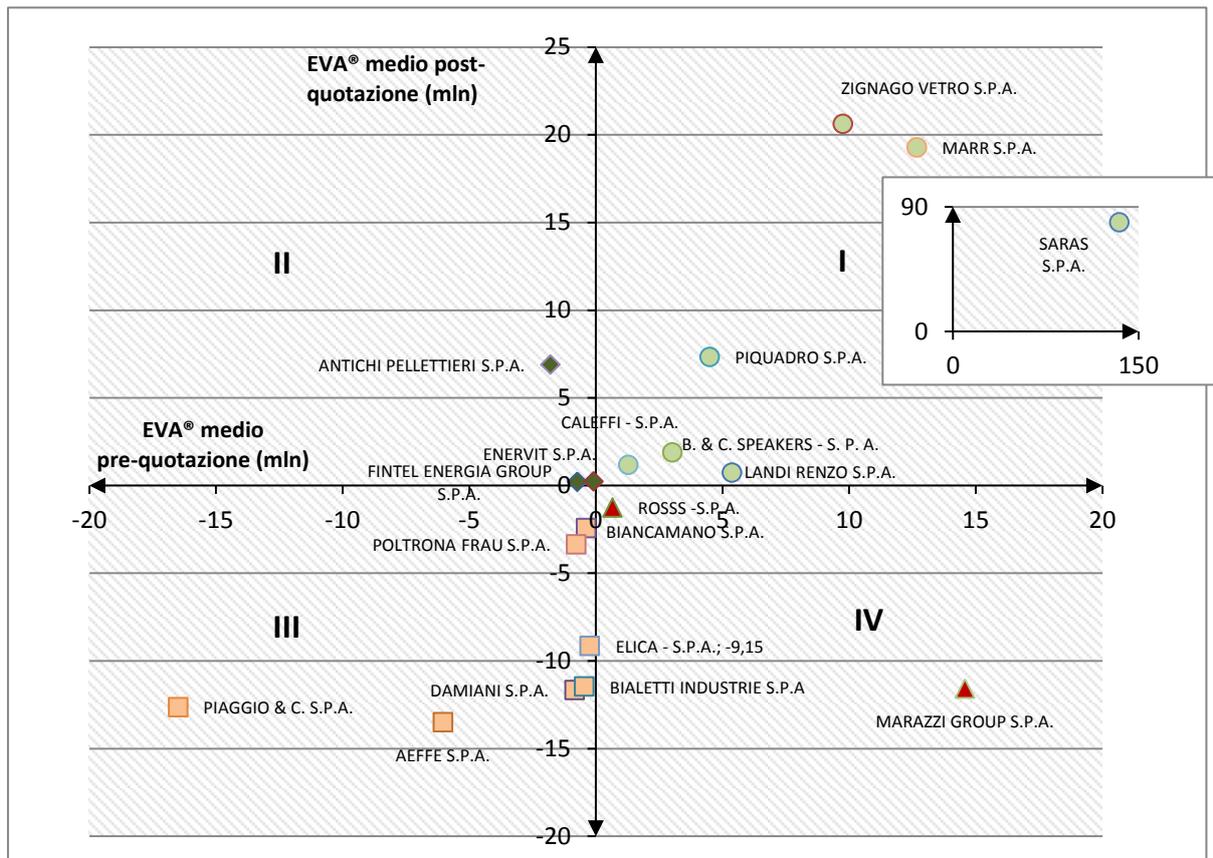
Tabella 8 – Creazione di valore medio e cumulato prima e dopo la quotazione

Società quotate	EVA [®] medio		EVA [®] cumulato	
	Prima	Dopo	Prima	Dopo
Caleffi	1.282.814,28	1.179.002,94	3.848.442,83	3.537.008,81
Marr	12.669.454,93	19.283.525,92	38.008.364,79	57.850.577,75
Piaggio	-16.488.375,74	-12.641.675,13	-49.465.127,21	-37.925.025,38
Elica	-237.804,82	-9.149.994,96	-713.414,46	-27.449.984,89
Poltrona Frau	-772.498,11	-3.366.455,30	-2.317.494,32	-10.099.365,90
Antichi Pellettieri	-1.790.190,90	6.884.069,31	-5.370.572,70	20.652.207,94
Saras	134.362.166,13	78.885.729,68	403.086.498,38	236.657.189,03
Marazzi Group	14.571.314,81	-11.574.412,24	43.713.944,43	-23.148.824,47
Damiani	-841.524,59	-11.650.232,63	-2.524.573,76	-34.950.697,90
Bialetti industrie	-449.481,64	-11.455.404,42	-1.348.444,92	-34.366.213,27
Aeffe	-6.028.602,26	-13.496.234,51	-18.085.806,79	-40.488.703,52
Landi Renzo	5.371.023,93	746.175,14	16.113.071,79	2.238.525,42
Zignago Vetro	9.755.063,68	20.619.622,54	29.265.191,03	61.858.867,63
B&C Speakers	3.024.970,27	1.889.526,79	9.074.910,82	5.668.580,36
Biancamano	-376.339,44	-2.439.828,14	-1.129.018,32	-7.319.484,41
Piquadro	4.499.218,85	7.327.930,83	13.497.656,54	21.983.792,48
Enervit	-90.104,43	229.664,12	-270.313,29	688.992,37
Rosss	670.136,65	-1.274.438,35	2.010.409,94	-3.823.315,05
Fintel Energia Group	-737.714,81	218.377,86	-2.213.144,43	655.133,59

A	Creazione di maggior valore o distruzione di minor valore
B	Creazione di minor valore o distruzione di maggior valore

Fonte: elaborazione personale

Figura 33 – Creazione di valore medio prima e dopo la quotazione

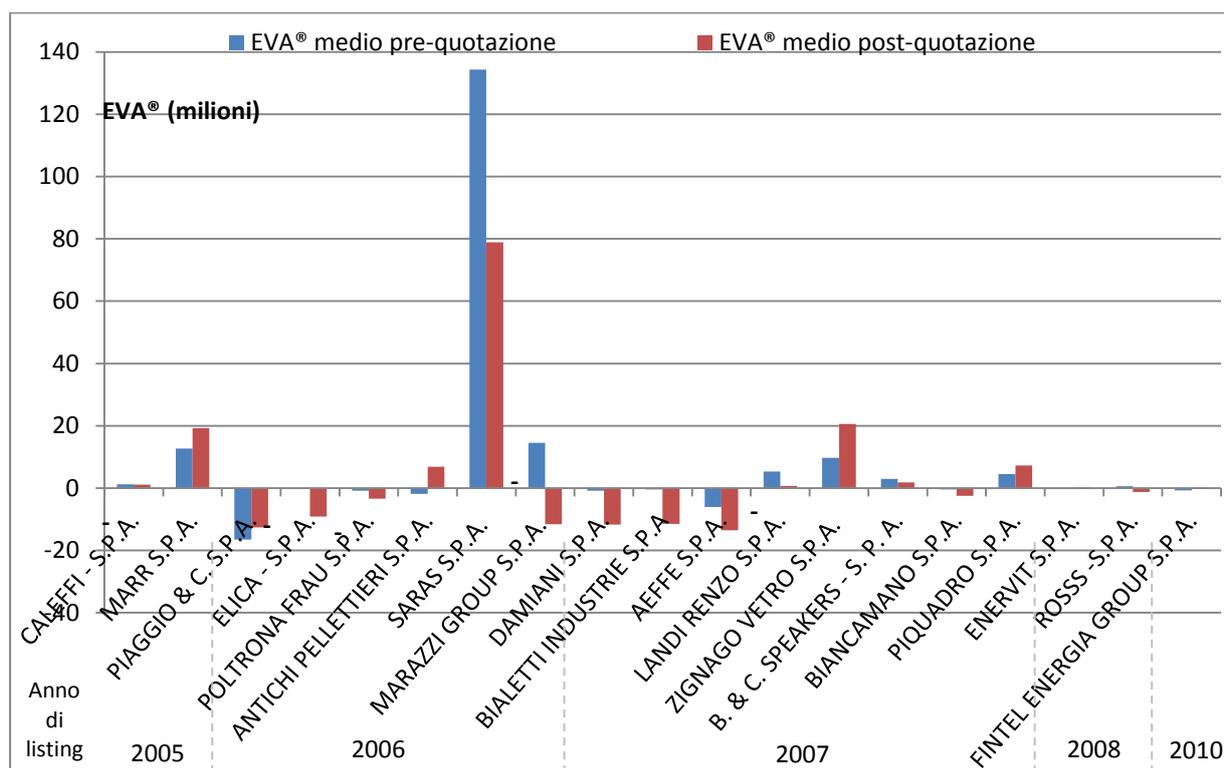


I	●	Creazione di valore pre e post-listing
II	◆	Distruzione di valore pre-listing e creazione di valore post-listing
III	■	Distruzione di valore pre e post-listing
IV	▲	Creazione di valore pre-listing e distruzione di valore post-listing

Fonte: elaborazione personale

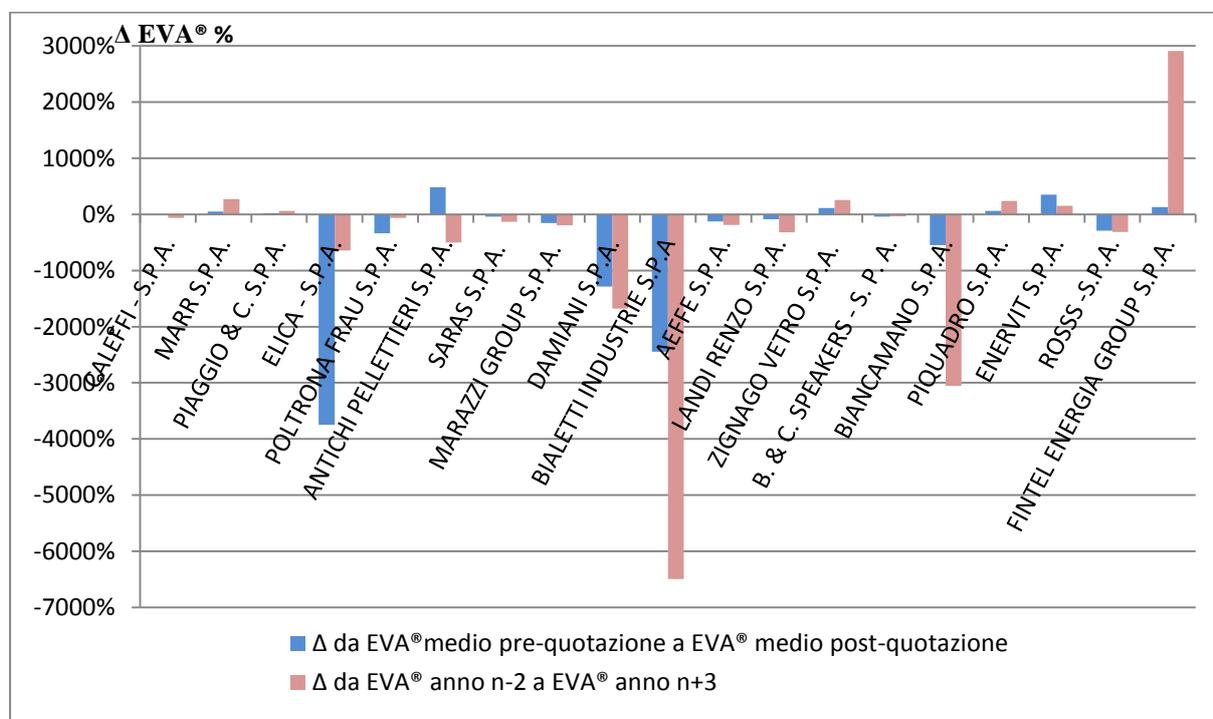
Per prima cosa, inserendo tali dati nella Figura 10, possiamo osservare quante società hanno creato mediamente valore prima di effettuare il listing, quante nel periodo successivo e quante invece in entrambi i periodi. Nel I quadrante del grafico infatti, troviamo quelle *family business*, pari al 37% che creavano valore sia precedentemente che successivamente alla quotazione, mentre nel III quadrante sono state inserite quelle aziende opposte, sempre pari al 37% che né prima né dopo sono riuscite mediamente a creare valore. Le aziende invece che hanno fatto un salto radicale, passando da distruggere valore a creare valore e viceversa, sono rispettivamente rappresentate nel II e nel IV quadrante e sono pari al 16% e al 10% delle totali.

Figura 34 - Variazione dei risultati medi dell'EVA® dal periodo pre al post-quotazione



Fonte: elaborazione personale

Figura 35 Variazione % dei risultati dell'EVA®



Fonte: elaborazione personale

Tuttavia, la Figura 10 non riesce a rappresentare in modo adeguato il miglioramento o il peggioramento delle varie aziende, in quanto alcune aziende nonostante abbiano continuato a creare valore anche, ne hanno creato meno rispetto al periodo precedente, o al contrario vi sono alcune società che sono riuscite a distruggere meno valore, ma il cui risultato è emerso comunque negativo.

Come si può vedere dalle Figura 11, emerge che solo il 37% delle società ha complessivamente migliorato la sua posizione nel tempo. Tra queste, il 43% creava già valore precedentemente al *listing* ed ha così creato ulteriormente valore, mentre il 57% al contrario, prima della quotazione distruggeva valore ed ha quindi iniziato a crearne solo nel periodo dopo la quotazione o a distruggerne meno. Il restante 63% di tutte le società campionate ha invece, dopo la quotazione, distrutto maggior valore per il 70% dei casi, o ha iniziato a distruggerlo o a crearne meno, per il 30%.

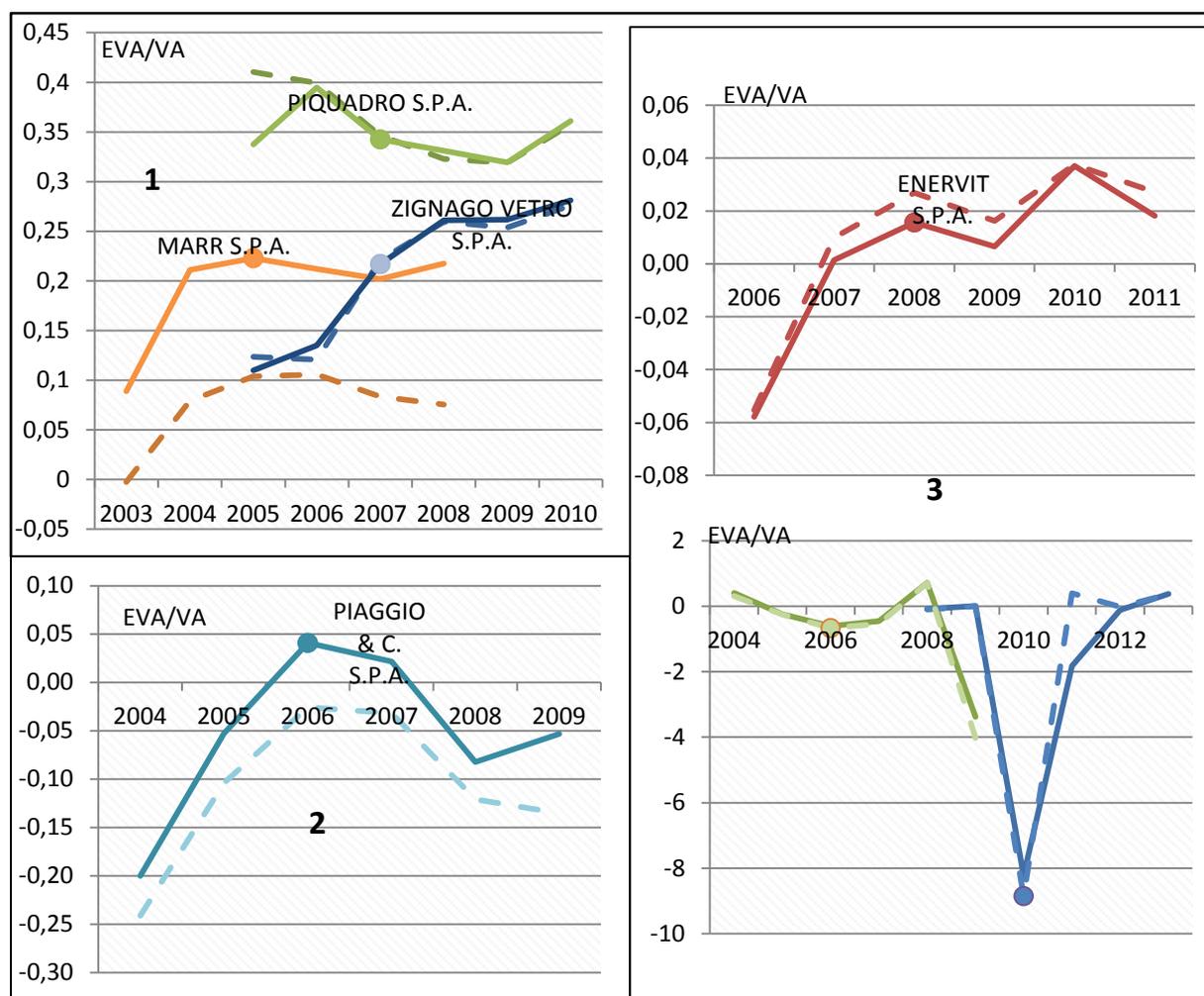
Il maggior incremento di valore, dal periodo precedente alla quotazione a quello successivo, è stato quello di Antichi Pellettieri, il cui risultato medio pre-quotazione è aumentato del 484%, passando da distruggere 5,3 milioni in tre anni a crearne 20,6. In realtà però vediamo come il valore creato nell'anno n+3 sia diminuito rispetto a quello creato nell'anno n-2 (Figura 12)

Il peggiore decremento è stato invece quello di Elica, passando da distruggere 0,7 milioni fino ad addirittura 27,5 milioni.

Facendo riferimento ai vari indici di bilancio calcolati, analizziamo adesso le singole aziende differenziandole a seconda se sono mediamente migliorate o peggiorate nel periodo di tempo successivo alla quotazione in termini di creazione di valore.

Tra le aziende che hanno avuto un miglioramento (classe A), distinguiamo innanzitutto quelle che nel tempo hanno creato maggior valore (1), quelle che hanno distrutto meno valore (2) e quelle che invece sono passate da distruggere a creare valore (3).

Figura 36 – Andamento dell'EVA e dell'EVA® operativo (linea tratteggiata) su Valore Aggiunto per le società della classe A



Fonte: elaborazione personale

Nel primo gruppo possiamo ricomprendere Marr, Zignago Vetro e Piquadro. Le prime due, come possiamo vedere dalla Figura 13, avevano già prima della quotazione un *trend* positivo, soprattutto Zignago Vetro. In particolare quest'ultima si era prefissata come obiettivo quello di ottenere, attraverso la quotazione, vantaggi in termini di immagine e visibilità e valorizzando ulteriormente il marchio della società e di aumentare lo spread tra redditività e costo del capitale. La redditività del capitale investito è aumentata di più del 20%, soprattutto grazie al miglioramento della produttività del lavoro e del capitale che hanno incrementato il margine sulle vendite. Marr invece avendo un buon vantaggio competitivo ha potuto fare leva sulla crescita. La sua redditività del capitale investito, come si può vedere dalla Tabella 6, è rimasta sostanzialmente costante, ma la crescita dell'azienda ha permesso di continuare a

creare valore. Entrambe hanno avuto un lieve aumento nel costo medio ponderato del capitale ed un leggero peggioramento della situazione finanziaria e patrimoniale. Si nota inoltre per Marr, una differenza positiva tra i risultati dell'EVA[®] con quelli derivanti dall'applicazione dell'EVA[®] operativo (indicato dalla linea tratteggiata), segno che le scelte finanziarie dell'impresa hanno avuto un impatto positivo. Piquadro invece non ha avuto un trend così positivo prima della quotazione come le altre due. Vediamo come la redditività abbia subito un calo, soprattutto in seguito ad un utilizzo del capitale meno efficiente, nonostante sia rimasta comunque elevata. Tuttavia si è avuto un sostanziale calo del costo del debito e una diminuzione dell'indice di indebitamento.

Riepilogando possiamo dire che in media le aziende che hanno creato maggior valore, hanno ottenuto un lieve calo della redditività, dovuto sostanzialmente alla diminuzione del grado di efficienza dell'utilizzo del capitale, in quanto il margine sulle vendite è aumentato in tutti casi analizzati. Il costo del capitale di debito è rimasto sostanzialmente simile al periodo precedente o è diminuito in modo considerevole. Ed infine vediamo come il grado di indebitamento e gli indici di struttura patrimoniale siano lievemente peggiorati, rimanendo comunque molto buoni.

Tabella 9 – Indicatori di performance medi pre (I) e post-quotazione (II) delle aziende della classe A che hanno creato maggior valore

		ZIGNAGO VETRO S.P.A.	PIQUADRO S.P.A.	MARR S.P.A.	MEDIA
Anno di quotazione		2007	2007	2005	
Settore		Prodotti e servizi industriali (articoli in vetro)	Prodotti casa, persona, moda (articoli in pelle)	Commercio (di prodotti alimentari)	
Fatturato (mln)		> 50 < 200	< 50	>200	
Segmento di quotazione		MTA star	EXPANDI	MTA star	
Redditività del capitale investito (ROIC)	I	31,68%	75,06%	18,16%	41,63%
	II	39,41%	46,73%	18,16%	34,77%
Margine sulle vendite (ROS)	I	15,70%	25,07%	4,48%	15,08%
	II	21,24%	25,98%	5,57%	17,60%
Produttività del lavoro	I	106.682	243.353	114.716	154.917
	II	127.548	136.656	114.977	126.394

Produttività del capitale	I	143,43%	585,21%	74,50%	267,71%
	II	192,41%	185,27%	76,27%	151,32%
Efficienza nell'utilizzo del capitale (CT)	I	2,01	3,00	4,07	3,03
	II	1,86	1,80	3,26	2,31
Kd	I	3,10%	33,22%	5,41%	13,91%
	II	3,99%	4,72%	6,36%	5,02%
Ke	I	5,77%	7,32%	9,12%	7,40%
	II	6,36%	7,35%	10,59%	8,10%
Leverage (PFN/E)	I	0,05	0,65	0,37	0,36
	II	0,20	0,43	0,75	0,46
Indice di copertura primario	I	1,23	2,36	1,33	1,64
	II	0,99	1,79	1,13	1,30
Indice di liquidità	I	1,75	1,95	1,33	1,68
	II	1,21	2,21	1,22	1,55

Fonte: elaborazione personale

Nel secondo gruppo possiamo ricomprendere Piaggio, che ha distrutto mediamente meno valore rispetto al periodo pre-quotazione. Come si può vedere dalla Figura 13, la società ha avuto una crescita costante a partire dall'anno n-2, con un giustificabile calo nell'anno n+2 (2008). La società è comunque riuscita mediamente ad aumentare la sua redditività del capitale investito operativo e il suo margine sulle vendite. In linea con gli obiettivi di quotazione, è riuscita a migliorare la propria esposizione debitoria. Il costo medio del capitale è migliorato, ma è rimasto ancora elevato a causa di un alto costo del capitale proprio. Sono migliorati gli indici di copertura e di liquidità.

Tabella 10 – Indicatori di performance medi pre (I) e post-quotazione (II) delle aziende della classe A che hanno distrutto minor valore

		PIAGGIO & C. S.P.A.		PIAGGIO & C. S.P.A.
Anno di quotazione		2006	Fatturato (mln)	>200
Settore		Automobili e componenti	Segmento di quotazione	MTA
Redditività del capitale investito (ROIC)	I	6,04%	Kd	1,46%
	II	8,19%		0,98%
Margine sulle vendite (ROS)	I	3,09%	Ke	17,47%

	II	4,61%		15,42%
Produttività del lavoro	I	83.434	Leverage (PFN/E)	1,64
	II	80.889		1,06
Produttività del capitale	I	57,21%	Indice di copertura primario	0,33
	II	50,61%		0,44
Efficienza nell'utilizzo del capitale (CT)	I	1,95	Indice di liquidità	0,87
	II	1,75		0,95

Fonte: elaborazione personale

Infine tra le aziende, che nel periodo di tempo esaminato, sono passate da distruggere a creare valore, possiamo individuare Enervit, Fintel Energia Group e Antichi Pellettieri. Enervit, nonostante il risultato medio pre-quotazione negativo, in realtà già negli anni n-1 e n stava creando valore e si può osservare come, anche dopo la quotazione finalizzata all'internalizzazione e allo sviluppo di nuovi prodotti, abbia continuato questo trend positivo (Figura 13). La redditività del capitale investito operativo, che era già molto buona, è aumentata grazie soprattutto ad un aumento del ROS in conseguenza ad un aumento della produttività del lavoro e del capitale, mentre il CT è rimasto più o meno stabile, così come lo sono rimasti anche gli indici di struttura patrimoniali e di liquidità. L'unico aspetto negativo di Enervit era l'elevato costo del capitale di debito che è tuttavia diminuito notevolmente grazie all'effetto positivo di visibilità che il mercato ha dato all'azienda e grazie al maggior approvvigionamento di capitale sul mercato. Per quanto riguarda Fintel Energia Group, prima della quotazione aveva sia una redditività molto bassa, conseguendo anche un risultato negativo l'anno di quotazione, sia anche un costo del capitale medio ponderato molto alto. Per ottenere un vantaggio competitivo e dotarsi di una migliore struttura finanziaria e di una maggior visibilità all'esterno, l'azienda ha richiesto l'ammissione su AIM Italia, segmento di Borsa dedicato ad aziende impegnate in progetti di crescita credibili e sostenibili all'interno di settori in espansione, con effetti positivi sulla produttività del lavoro e del capitale, sulla redditività e sul costo del capitale. Infine Antichi Pellettieri, ha cercato di ridefinire la propria posizione competitiva attraverso l'attuazione di un piano di sviluppo e la riduzione dell'indebitamento. Nei primi 2 anni è riuscita ad aumentare in modo notevole la sua redditività, il margine sulle vendite e a migliorare la struttura finanziaria e patrimoniale. Tuttavia nonostante si possa dire che l'azienda

mediamente abbia creato valore nel periodo post-quotazione, nell'anno n+3 (2009) ha avuto un netto picco in negativo e non è un caso che i suoi titoli sono stati successivamente sospesi dalla quotazione.

Per riepilogare, le caratteristiche di questo gruppo d'aziende, che hanno fatto un salto di qualità, possiamo dire che anche se distruggevano valore, esse avevano già mediamente una redditività positiva prima di quotarsi, accompagnata da una buona produttività di capitale e del lavoro e da un efficiente utilizzo del capitale. La redditività del capitale è poi in media ulteriormente aumentata per tutte le aziende dopo la quotazione, insieme a quella sulle vendite. Il punto debole di questo gruppo può essere individuato nell'elevato costo medio ponderato del capitale, che è però diminuito dopo l'entrata in Borsa.

Tabella 11 – Indicatori di performance medi pre (I) e post-quotazione (II) delle aziende della classe A che sono passate da distruggere a creare valore

		FINTEL ENERGIA GROUP S.P.A.	ENERVIT S.P.A.	ANTICHI PELLETTIERI S.P.A.	MEDIA
Anno di quotazione		2010	2008	2006	
Settore		Energia	Alimentari (alimenti sportivi e dietetici)	Prodotti casa, persona, moda (pelletteria, calzature)	
Fatturato (mln)		<50	<50	<50	
Segmento di quotazione		AIM Italia	EXPANDI	EXPANDI	
Redditività del capitale investito (ROIC)	I	-5,31%	12,41%	8,73%	5,28%
	II	7,86%	13,67%	9,63%	10,39%
Margine sulle vendite (ROS)	I	-2,06%	4,85%	43,88%	15,56%
	II	3,32%	5,63%	10,26%	6,40%
Produttività del lavoro	I	56.402	68.294	90.360	71.685
	II	138.151	75.463	192.000	135.205
Produttività del capitale	I	31,84%	88,76%	41,48%	54,03%
	II	93,95%	98,39%	52,58%	81,64%
Efficienza nell'utilizzo del capitale (CT)	I	28,06	2,56	0,20	10,27
	II	3,48	2,42	0,26	2,05
Kd	I	22,70%	44,97%	3,63%	23,77%
	II	4,45%	-8,49%	4,53%	0,16%
Ke	I	8,64%	5,54%	4,58%	6,25%

	II	5,38%	5,63%	5,41%	5,47%
Leverage (PFN/E)	I	31,45	0,04	0,76	10,75
	II	0,82	-0,04	1,64	0,81
Indice di copertura primario	I	0,22	1,26	0,62	0,70
	II	0,30	1,49	0,55	0,78
Indice di liquidità	I	0,93	1,51	1,61	1,35
	II	0,79	1,60	0,75	1,05

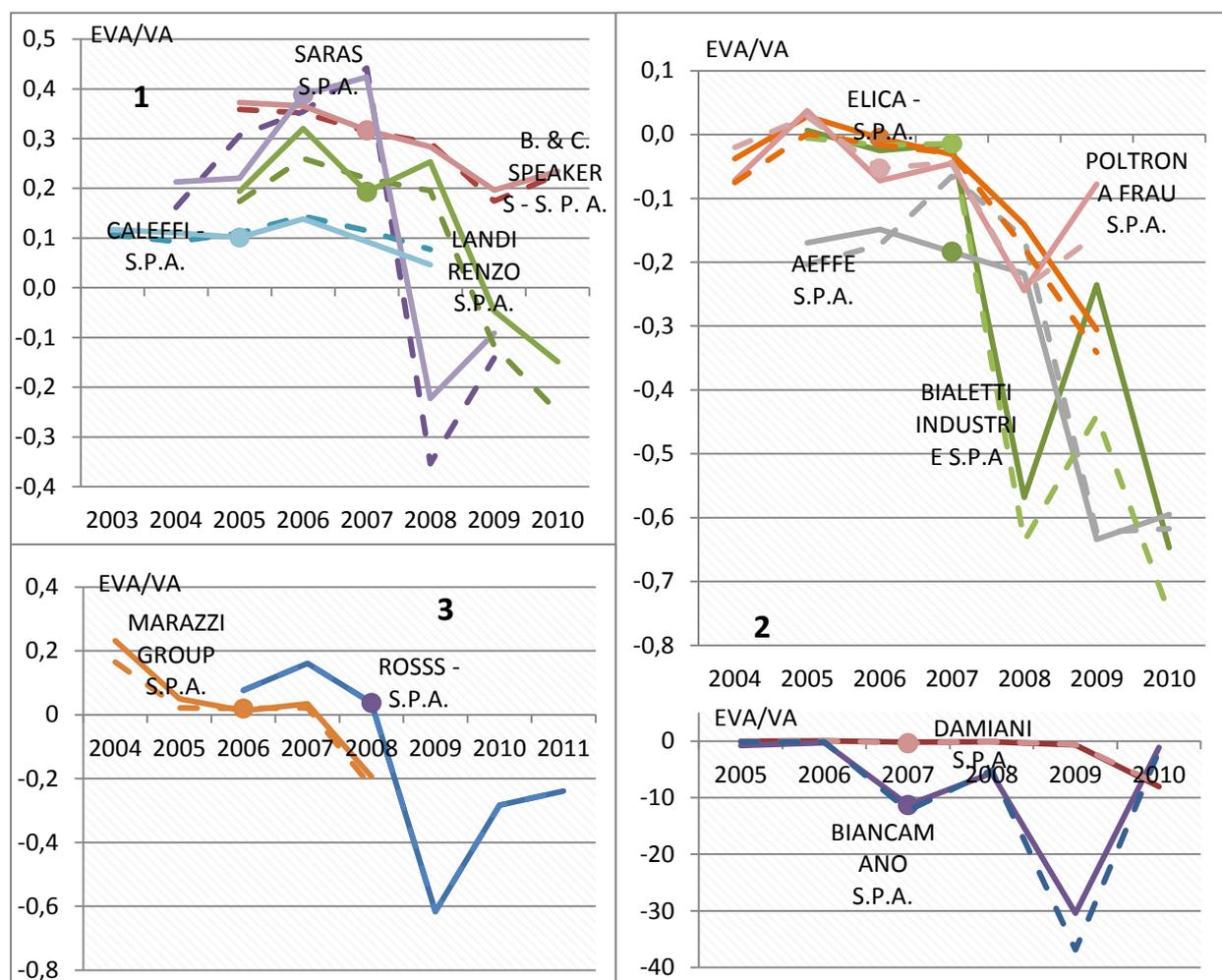
Fonte: elaborazione personale

Per quanto riguarda le aziende che hanno avuto un peggioramento classe B, anche per loro dobbiamo fare una distinzione, tra quelle che hanno creato minor valore (1), distrutto maggior valore (2) o sono passate da creare a distruggere valore (3).

Tra le aziende, che nel tempo hanno creato meno valore rispetto a quando erano quotate, troviamo Caleffi, B&C Speakers, Saras e Landi Renzo.

Per quanto riguarda Caleffi, che attraverso la quotazione voleva sfruttare le opportunità di crescita del settore, possiamo dire che nonostante abbia ottenuto valori mediamente inferiori nel periodo post-quotazione, ha comunque avuto più o meno un andamento costante con un calo nel 2008. La sua redditività, la situazione finanziaria e patrimoniale sono migliorate. B&C Speakers ha invece avuto un calo continuo. Anch'essa come Caleffi si è quotata per perseguire una strategia di crescita interna sacrificando la sua redditività e il suo margine sulle vendite. Tuttavia la redditività sul capitale investito prima della quotazione era molto alta e nonostante questa sia diminuita in modo notevole è rimasta comunque elevata. Si nota anche in questo caso un elevato aumento del capitale di debito. Saras, a differenza delle altre società, è migliorata di anno in anno prima della quotazione, con un aumento della redditività, del margine sulle vendite, dell'efficienza del capitale investito. Tuttavia nel 2008 (anno n+2) ha avuto un tracollo ed è peggiorata su tutti i fronti con un calo della redditività ed un aumento del costo del capitale investito.

Figura 37 - Andamento dell'EVA e dell'EVA[®] operativo (linea tratteggiata) su Valore Aggiunto per le società della classe B



Fonte: elaborazione personale

Ed infine Landi Renzo si era prefissato come obiettivo, avendo uno *spread* elevato, quello di supportare la strategia di crescita e di espansione internazionale, di potenziare la funzione di ricerca e sviluppo e di rafforzare l'attuale struttura distributiva. Tuttavia l'andamento della società, in un contesto di crisi che ha investito anche il settore automobilistico, è peggiorato di anno in anno: la redditività operativa è diminuita in modo consistente ed è aumentato il costo sia del capitale proprio, ma soprattutto quello di debito.

Notiamo quindi in queste società un calo marcato della redditività operativa, dovuto ad una diminuzione sia del ROS che del CT, e un aumento del costo del capitale di quasi tutte le aziende. Permangono invece gli equilibri tra la composizione dell'attivo e delle fonti di finanziamento.

Tabella 12 –Indicatori di performance medi pr (I) e post-quotazione (II) delle aziende della classe B che hanno creato minor valore

		B. & C. SPEAKERS S.P.A.	SARAS S.P.A.	CALEFFI S.P.A.	LANDI RENZO S.P.A.	MEDIA
Anno di quotazione		2007	2006	2005	2007	
Settore		Prodotti casa, persona, moda (apparecchi riproduzione suoni)	Petrolio e gas naturale	Prodotti casa, persona, moda (biancheria per casa)	Automobili e componenti	
Fatturato (mln)		< 50	> 200	> 50 < 200	> 50 <200	
Segmento di quotazione		EXPANDI	MTA	EXPANDI	MTA star	
Redditività del capitale investito (ROIC)	I	70,82%	37,96%	18,29%	44,68%	42,94%
	II	39,00%	21,14%	19,24%	16,04%	23,86%
Margine sulle vendite (ROS)	I	27,88%	6,89%	8,49%	13,86%	14,28%
	II	18,72%	4,06%	7,63%	9,94%	10,09%
Produttività del lavoro	I	110.452	419.227	65.601	148.057	185.834
	II	91.788	346.703	75.755	155.837	167.521
Produttività del capitale	I	2428,16%	109,50%	178,82%	444,09%	790,14%
	II	316,10%	77,19%	414,59%	23,96%	207,96%
Efficienza nell'utilizzo del capitale (CT)	I	2,54	5,48	2,15	3,21	3,35
	II	2,05	5,11	2,50	0,78	2,61
Kd	I	0,94%	7,52%	3,84%	-1,31%	2,75%
	II	21,45%	4,47%	12,62%	11,11%	12,41%
Ke	I	6,22%	11,22%	3,92%	9,74%	7,78%
	II	6,14%	11,04%	4,29%	12,37%	8,46%
Leverage (PFN/E)	I	0,35	0,46	0,62	-0,08	0,34
	II	0,04	0,27	0,40	0,42	0,28
Indice di copertura primario	I	2,61	0,84	2,34	3,62	2,35
	II	1,97	1,03	4,78	1,21	2,25
Indice di liquidità	I	6,35	1,20	1,71	2,26	2,88
	II	7,62	1,33	1,72	1,74	3,10

Fonte: elaborazione personale

Tra le aziende invece che, successivamente all'IPO, hanno distrutto maggior valore rispetto a quello che già distruggevano rispetto al periodo precedente, troviamo Elica, Poltrona Frau, Damiani, Bialetti Industrie, Aeffe e Biancamano. Queste aziende, nonostante avessero una redditività operativa positiva, un discreto margine sulle vendite, un discreto livello della produttività del capitale e del lavoro ed un efficiente

utilizzo del capitale, non riuscivano a creare valore a causa di un costo del capitale alto. Con la quotazione, queste aziende si sono poste l'obiettivo di ottenere maggior visibilità sul mercato, ma hanno ottenuto l'effetto contrario sulle aziende. Il mercato, esponendole maggiormente, ha contribuito al loro peggioramento e tutti gli indici, a partire dal ROIC, hanno avuto un notevole calo. I peggiori risultati, come si può vedere dalla Figura 14, sono stati ottenuti da Biancamano e da Damiani che hanno perseguito erroneamente una politica di crescita: Infatti nonostante stessero distruggendo valore hanno comunque deciso di puntare a tale obiettivo, incalzati dalle buone prospettive sul mercato mentre avrebbero dovuto per prima cosa ricercare le condizioni per ottenere un vantaggio competitivo rispetto ai *competitor*. L'obiettivo di crescita invece, esasperando la continua distruzione di valore, le ha portate a un veloce declino.

Tabella 13 – Indicatori di performance medi pre (I) e post-quotazione (II) delle aziende della classe B che hanno distrutto maggior valore

		DAMIANI S.P.A.	BIALETTI S.P.A.	AEFFE S.P.A.	BIANCA MANO S.P.A.	ELICA S.P.A.	POLTRONA FRAU S.P.A.	MEDIA
Anno di quotazione		2007	2007	2007	2007	2006	2006	
Settore		Commercio (gioielli)	Prodotti persona, casa, moda (accessori casalinghi)	Prodotti persona, casa, moda (abbigliamento)	Prodotti e servizi ind. (gestione rifiuti)	Prodotti persona, casa, moda (cappe da cucina)	Prodotti persona, casa, moda (mobili, tavoli, divani)	
Fatturato (mln)		>50 <200	>50 <200	>50 <200	<50	>200	>50 <200	
Segmento di quotazione		MTA star	MTA	MTA star	EXPANDI	MTA star	MTA star	
Redditività del capitale investito (ROIC)	I	11,05%	11,94%	8,94%	1,07%	13,54%	14,10%	10,11%
	II	0,69%	-5,65%	2,42%	-4,80%	4,14%	6,98%	0,63%
Margine sulle vendite (ROS)	I	23,22%	6,81%	8,09%	386,00%	5,41%	8,27%	72,97%
	II	-2,52%	-4,15%	2,06%	-30,36%	1,65%	6,45%	-4,48%
Produttività del lavoro	I	86.090	85.331	62.116	12113,49	51.746	63.589	60.164
	II	63.173	53.201	50.388	22.861	49.591	67.845	51.176
Produttività	I	272,48%	94,47%	142,68%	3960,7%	208,06%	210,45%	814,81%

del capitale	II	240,15%	85,86%	55,35%	210,78%	156,14%	144,03%	148,72%
Efficienza nell'utilizzo del capitale (CT)	I	0,82	1,76	1,09	0,38	2,57	1,88	1,42
	II	0,71	1,32	0,84	0,17	1,72	1,10	0,98
Kd	I	3,12%	6,70%	9,76%	16,16%	-9,91%	19,84%	7,61%
	II	-1,26%	2,91%	-31,29%	18,25%	2,53%	7,37%	-0,25%
Ke	I	10,20%	15,05%	11,67%	9,05%	8,53%	7,59%	10,35%
	II	7,99%	22,66%	9,81%	9,09%	9,34%	9,88%	11,46%
Leverage (PFN/E)	I	0,73	2,94	0,81	-0,19	0,15	0,13	0,76
	II	-0,15	5,75	0,17	-0,27	0,23	0,83	1,09
Indice di copertura primario	I	1,84	0,51	0,50	3,05	1,20	1,27	1,39
	II	2,47	0,45	0,74	2,08	1,06	0,75	1,26
Indice di liquidità	I	1,68	1,01	1,38	4,12	1,63	1,47	1,88
	II	2,06	0,96	0,77	2,84	1,44	1,11	1,53

Fonte: elaborazione personale

Infine, possiamo ricomprendere nell'ultimo caso Rosss e Marazzi Group. Entrambe, avendo uno *spread* positivo tra redditività e costo del capitale, hanno voluto intraprendere con le risorse ottenute dalla quotazione una strategia di crescita, sia per via interna che esterna per Rosss, solo per via esterna per Marazzi Group. Tuttavia queste aziende, trovandosi su un mercato con poche prospettive di crescita ed in ribasso, non dovevano puntare su tale strategia, ma avrebbero dovuto puntare anzi a massimizzare il divario tra redditività e costo del capitale perseguendo così un vantaggio di costo o di differenziazione. L'adozione di strategie errate ha inciso sulla diminuzione della redditività, la quale è diventata addirittura negativa per Rosss facendo peggiorare in modo evidente anche, il margine sulle vendite, la produttività del capitale e del lavoro e il Capital Turnover. Il costo del capitale è rimasto invece costante. I risultati peggiori sono stati raggiunti nel 2009 per Rosss (anno n+1) e nel 2008 per Marazzi Group (anno n+2). L'insuccesso della quotazione di Marazzi Group, ha addirittura portato la società ad effettuare il *delisting* solo dopo un paio di anni dalla quotazione, per poter attuare una strategia di rafforzamento e un riposizionamento competitivo del *business* in modo da riportarla alla creazione di valore.

Tabella 14 - Indicatori di performance medi pre (I) e post-quotazione (II) delle aziende della classe B che sono passate da creare a distruggere valore

		ROSSS -S.P.A.	MARAZZI GROUP S.P.A.	MEDIA
Anno di quotazione		2008	2006	
Settore		Prodotti per casa, persona, moda (mobili per uffici)	Edilizia e materiali (piastrelle in ceramica)	
Fatturato (mln)		<50	>200	
Segmento di quotazione		EXPANDI	MTA	
Redditività del capitale investito (ROIC)	I	25,04%	15,07%	20,06%
	II	-12,82%	8,59%	-2,11%
Margine sulle vendite (ROS)	I	7,90%	14,73%	11,32%
	II	-6,62%	10,68%	2,03%
Produttività del lavoro	I	59.312	105.666	82.489
	II	29.995	88.741	59.368
Produttività del capitale	I	158,97%	224,32%	191,65%
	II	89,61%	82,07%	85,84%
Efficienza nell'utilizzo del capitale (CT)	I	3,18	1,09	2,14
	II	2,06	0,79	1,42
Kd	I	3,92%	4,10%	4,01%
	II	4,77%	4,51%	4,64%
Ke	I	7,53%	11,31%	9,42%
	II	7,61%	11,44%	9,53%
Leverage (PFN/E)	I	1,12	0,98	1,05
	II	1,06	0,81	0,94
Indice di copertura primario	I	1,00	0,80	0,90
	II	0,96	0,79	0,88
Indice di liquidità	I	1,17	1,99	1,58
	II	1,31	2,16	1,74

Fonte: elaborazione personale

Dall'analisi delle società che si sono quotate emerge che i fattori che quindi più di tutti incidono sulla minor creazione di valore, sono il ROS e il costo del capitale. Infatti notiamo che, nella maggior parte dei casi, nelle aziende che sono migliorate è aumentata la redditività soprattutto grazie all'aumento del margine sulle vendite mentre l'efficienza del capitale investito è mediamente diminuito in ogni impresa. Ciò sta a significare che a parità di risorse umane e di beni materiali ed immateriali sono

riuscite ad ottenere maggiori ricavi. Per quanto riguarda invece il costo medio ponderato del capitale esso è mediamente diminuito nelle imprese migliori, aumentando invece nelle imprese che sono peggiorate.

Tabella 15 – Variazione degli indici nella classe A e nella classe B dal periodo pre (I) al post-quotazione (II)³¹

		ROIC %	ROS %	Produttività del lavoro	Produttività del capitale %	CT	Kd %	Ke %	PFN/E	Indice di copertura primario	Indice di liquidità
A	I	15,40	7,09	92.697	81,08	2,72	18,18	8,22	0,36	0,75	1,25
	II	17,81	9,02	118.175	94,05	2,22	1,70	7,59	0,46	0,68	1,06
	Δ	+2,41	+1,94	+27,94%	+12,98	-0,50	-16,49	-0,63	+0,10	-0,06	-0,19
B	I	22,92	12,31	119.787	464,36	2,08	5,40	8,68%	0,80	1,36	1,55
	II	8,86	4,03	104.302	129,02	1,59	6,73	9,10%	0,83	1,23	1,46
	Δ	-14,06	-8,28	-11,01%	-335,35	-0,49	+1,33	+0,42	-0,20	-0,13	-0,09

Fonte: elaborazione personale

6.2 – La creazione o distruzione di valore delle società revocate

Procediamo adesso, nello stesso modo che abbiamo seguito nel paragrafo precedente per le società quotate, con quelle società che hanno effettuato invece l'operazione di *delisting* tra il 2005 e il 2010. La Tabella seguente presenta i risultati medi e cumulati prima e dopo il *delisting*, che sono stati conseguiti calcolando l'EVA[®] nel periodo di analisi.

Tabella 16 - Creazione di valore medio e cumulato prima e dopo il delisting

	EVA [®] medio		EVA [®] cumulato	
	Prima	Dopo	Prima	Dopo
Industrie Zignago S.Margherita	13.314.543,61	179.943.537,35	39.943.630,82	539.830.612,04
NGP	-18.638.290,97	-3.778.285,71	-55.914.872,90	-11.334.857,14
Targetti Sankey	565.705,87	-14.541.052,70	1.697.117,62	-43.623.158,10
Marzotto	3.044.012,99	-4.303.120,18	9.132.038,98	-12.909.360,55
Garboli	-14.400.625,09	7.699.758,33	-43.201.875,28	15.399.516,67
Navigazione Montanari	-2.514.603,49	-64.813.620,21	-7.543.810,47	-194.440.860,62
Marazzi Group	-12.108.589,95	-30.434.910,12	-36.325.769,85	-91.304.730,35
Cremonini	-13.206.233,18	-10.933.653,22	-39.618.699,54	-32.800.959,66

³¹ Sono state effettuate le medie senza considerare i valori estremi.

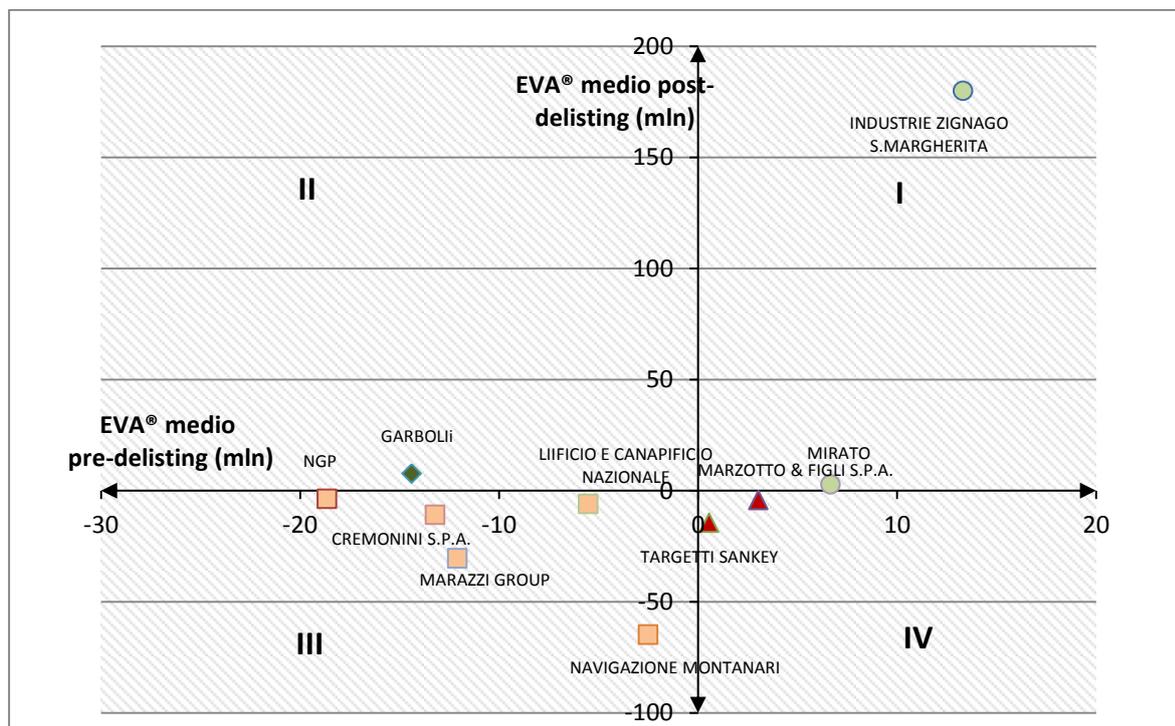
Linificio e Canapificio Nazionale	-5.518.499,05	-5.976.567,35	-16.555.497,16	-17.929.702,04
Mirato	6.653.819,61	2.766.722,85	19.961.458,84	8.300.168,55

A	Creazione di maggior valore o distruzione di minor valore
B	Creazione di minor valore o distruzione di maggior valore

Fonte: elaborazione personale

Se osserviamo la Figura 15, notiamo che solo il 20% delle aziende è riuscita a creare valore sia prima che dopo l'operazione di *delisting* (I quadrante). Infatti il 10% ha creato valore solo dopo l'operazione (II quadrante) e il 20%, al contrario, ha creato valore solo prima passando a distruggerlo nel periodo successivo (IV quadrante). Le aziende rimanenti sono quelle che invece non sono mai riuscite a creare mediamente valore (III quadrante), né nel periodo antecedente né in quello susseguente alla quotazione in Borsa.

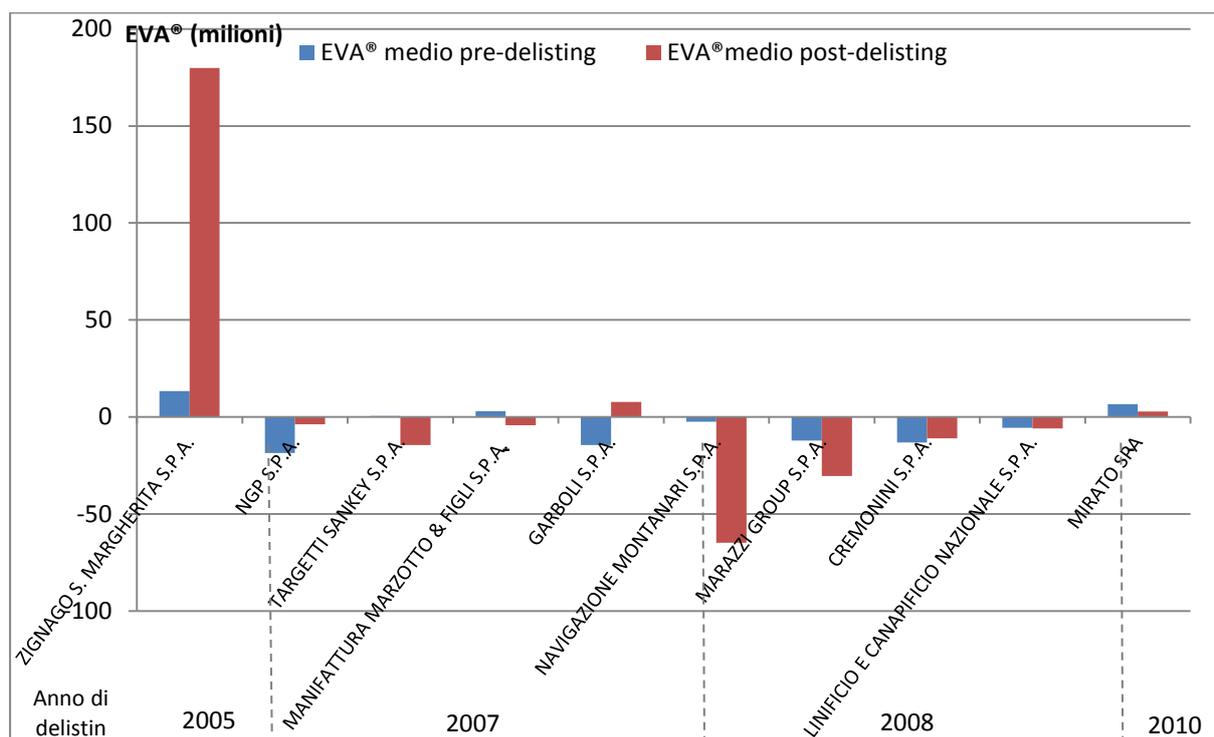
Figura 38 - Creazione di valore medio prima e dopo la quotazione



I	●	Creazione di valore pre e post- <i>delisting</i>
II	◆	Distruzione di valore pre- <i>listing</i> e creazione di valore post- <i>delisting</i>
III	■	Distruzione di valore pre e post- <i>delisting</i>
IV	▲	Creazione di valore pre- <i>listing</i> e distruzione di valore post- <i>delisting</i>

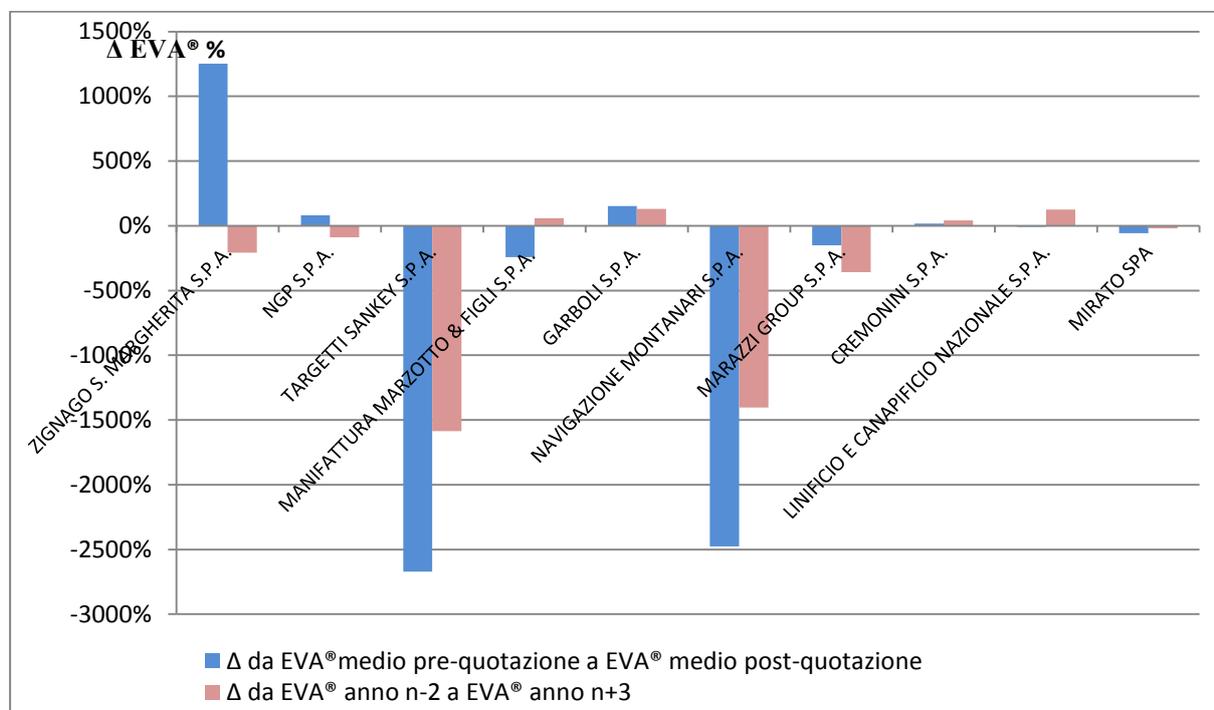
Fonte: elaborazione personale

Figura 39 - Variazione dei risultati medi dell'EVA® dal periodo pre al post-delisting



Fonte: elaborazione personale

Figura 40 - Variazione % dei risultati dell'EVA®



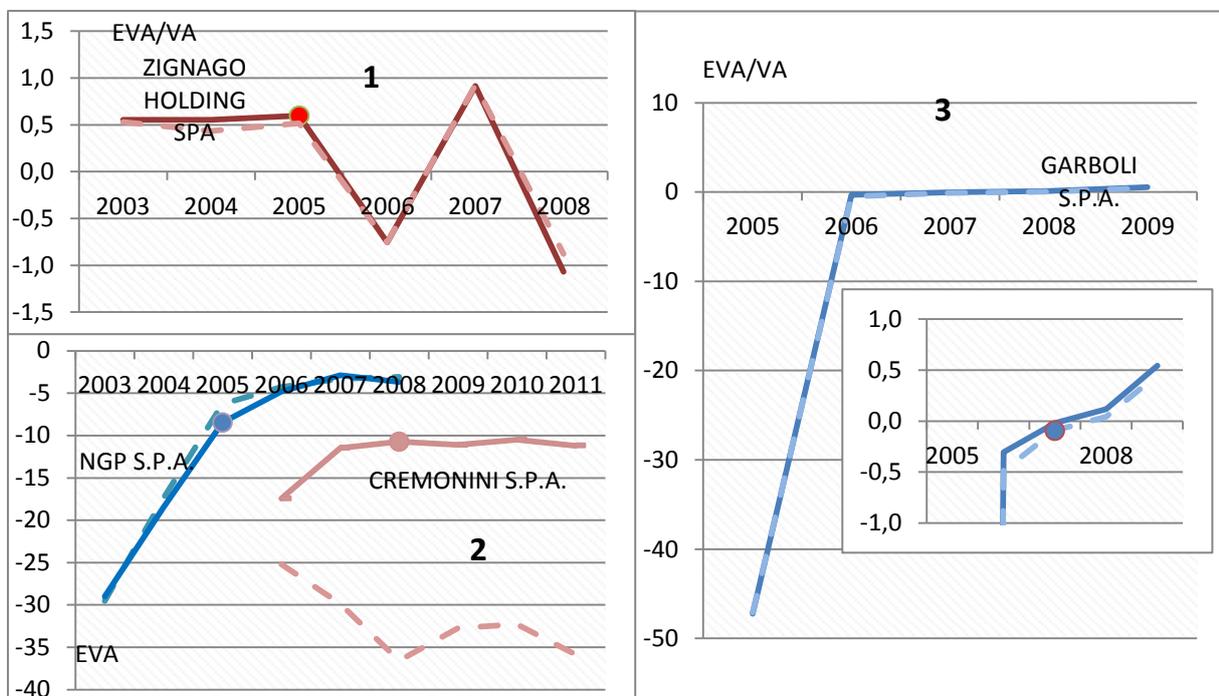
Fonte: elaborazione personale

Come possiamo notare invece, dalla Figura 16, il 40% delle società ha avuto mediamente un impatto positivo in termini percentuali sui risultati cumulati post-revoca. Tra queste, Zignago S. Margherita è stata la società che più delle altre ha avuto un riscontro positivo dal *delisting*, in quanto è passata da creare circa 39 milioni negli anni dal 2003 al 2005, in cui era quotata, a crearne addirittura 539 negli anni successivi. Il restante 60% delle aziende analizzate comprende invece società per cui il *delisting* non ha avuto gli effetti sperati, tra cui Targetti Sankey, che da creare 1,6 milioni è passato a distruggere 45,3 milioni, e Navigazione Montanari, che è passato da distruggere 7,4 milioni a distruggerne 187 circa.

Analizziamo adesso per ogni singola azienda l'andamento positivo o negativo di ognuna distinguendole tra quelle che hanno avuto in media un miglioramento (classe A) e quelle che al contrario hanno avuto mediamente un peggioramento (classe B).

Per il primo gruppo vediamo come al suo interno vi siano anche qui aziende che hanno creato maggior valore (1), distrutto minor valore (2) o sono passate da creare a distruggere valore (3).

Figura 41 - Andamento dell'EVA e dell'EVA[®] operativo (linea tratteggiata) su Valore Aggiunto per le società della classe A³²



Fonte: elaborazione personale

³² Non è stato possibile calcolare il rapporto EVA su Valore Aggiunto per il secondo gruppo di società, ma solo in termini assoluti, a causa del Valore Aggiunto negativo per alcune società.

L'unica azienda che stava già creando valore prima dell'uscita da Borsa Italiana e che è riuscita ad incrementare mediamente il proprio valore è Industrie Zignago S. Margherita (chiamata anche Zignago Holding). Tuttavia questo risultato non è totalmente veritiero, perché se osserviamo invece la Figura 16, notiamo come il valore di Zignago sia in realtà calato rispetto il primo anno analizzato. La sua redditività ha infatti avuto un andamento altalenante: essa è prima calata a partire dall'anno n-3, per poi risalire a partire dall'anno n+1 ricalando nuovamente l'anno successivo (2008). Anche il margine sulle vendite ha seguito lo stesso andamento mentre l'efficienza nell'utilizzo del capitale è rimasta bassa e per tutto il tempo costante. Saltano all'occhio i valori elevati degli indici di redditività e patrimoniali, ma questi sono dovuti al fatto che essa è una società di assunzione e gestione di partecipazioni di controllo, i cui maggiori proventi sono di tipo finanziario.

Tabella 17 - Indicatori di performance medi pre (I) e post-delisting (II) delle aziende della classe A hanno creato maggior valore

		ZIGNAGO HOLDING SPA		ZIGNAGO HOLDING SPA
Anno di <i>delisting</i>		2005	Fatturato (mln)	< 50
Settore		Servizi finanziari	Segmento di quotazione	MTA
Redditività del capitale investito (ROIC)	I	87,15%	Kd	2,05%
	II	43,36%		5,67%
Margine sulle vendite (ROS)	I	455,30%	Ke	7,61%
	II	29119,03%		11,48%
Produttività del lavoro	I	633.107	Leverage (PFN/E)	-0,54
	II	22.151.530		0,27
Produttività del capitale	I	1562,87%	Indice di copertura primario	2,05
	II	22752,98%		28,89
Efficienza nell'utilizzo del capitale (CT)	I	0,17	Indice di liquidità	9,82
	II	0,01		94,76

Fonte: elaborazione personale

Cremonini e NGP sono invece riuscite a distruggere minor valore. NGP era stata revocata d'ufficio a causa di una prolungata sospensione dai mercati e aveva dichiarato, che appena sarebbe riuscita a ripristinare i parametri economico-finanziari,

avrebbe chiesto nuovamente la quotazione delle sue azioni. Il *delisting* le ha permesso infatti di migliorare in parte la redditività e il suo equilibrio finanziario, anche se un solo triennio non è stato sufficiente per fare diventare i valori positivi. Tuttavia è ulteriormente aumentato, nonostante la sua esposizione debitoria sia diminuita, il costo del capitale sia di debito che proprio. Cremonini invece, ha deciso di “delistarsi”, a seguito della sua trasformazione da *holding* industriale a *holding* finanziaria. Anche se in media ha creato maggior valore, essa non ha ottenuto quasi nessun beneficio e nell’ultimo esercizio n+3 ha creato il 43% in meno di valore rispetto all’anno n-2. Inoltre la redditività operativa è diminuita, il costo del capitale di debito è diminuito, ma il costo del capitale proprio è aumentato. Vediamo come il suo EVA[®] operativo sia di molto inferiore all’EVA[®] tradizionale.

Tabella 18 - Indicatori di performance medi pre (I) e post-quotazione (II) delle aziende della classe A hanno distrutto minor valore

		CREMONINI S.P.A.	NGP S.P.A.	MEDIA
Anno di <i>delisting</i>		2008	2005	
Settore		alimentari	chimica	
Fatturato (mln)		>50 <200	<50	
Segmento di quotazione		MTA star	EXPANDI	
Redditività del capitale investito (ROIC)	I	1,05%	-26,54%	-12,75%
	II	-1,74%	-10,24%	-5,99%
Margine sulle vendite (ROS)	I	3,37%	-131,79%	-64,21%
	II	-141,51%	-77,65%	-109,58%
Produttività del lavoro	I	29.014	-23.087	2.964
	II	-43.664	-644	-22.154
Produttività del capitale	I	47,87%	4,96%	26,42%
	II	-1,67%	0,88%	-0,40%
Efficienza nell'utilizzo del capitale (CT)	I	0,32	0,39	0,36
	II	0,01	0,13	0,07
Kd	I	-1,10%	7,80%	3,35%
	II	-3,06%	15,76%	6,35%
Ke	I	12,01%	3,90%	7,96%
	II	14,72%	4,49%	9,61%
Leverage (PFN/E)	I	2,44	1,83	2,14
	II	3,71	0,55	2,13
Indice di copertura primario	I	0,38	0,24	0,31

	II	0,23	0,48	0,36
Indice di liquidità	I	0,70	0,37	0,54
	II	0,53	0,66	0,60

Fonte: elaborazione personale

Garboli, invece è stata l'unica società ad essere riuscita a passare da distruggere mediamente valore nel periodo in cui era quotata a creare valore successivamente. Garboli, tra l'altro, è una di quelle società il cui *delisting* è stata imposto da Borsa Italiana a causa della mancata ricostituzione del flottante da parte degli azionisti di minoranza. L'esiguità del flottante penalizzava la liquidità del titolo e di conseguenza il suo valore, in quanto i risparmiatori preferivano investire altrove. Dall'alto livello di *leverage*, si nota che il disinteresse per i titoli della società da parte degli investitori unito al basso costo del capitale aveva portato l'impresa a ricorrere all'indebitamento per finanziare i suoi progetti. Tuttavia l'incremento del debito in un'azienda già poco apprezzata dal mercato, in un periodo in cui il mercato era al ribasso, ha contribuito alla distruzione di valore. Le previsioni effettuate al momento della revoca erano però positive e davano segnali incoraggianti. Come si può vedere dalla Figura 18 e dalla Tabella 16 infatti, il ROIC è passato da un valore negativo a un valore più che positivo, dovuto sostanzialmente ad un aumento del margine sulle vendite. I ricavi pro-capite sono infatti quadruplicati passando da circa 0,15 a 0,65 milioni, così come è aumentato notevolmente anche la produttività del lavoro e la produttività del capitale. Il costo medio ponderato del capitale era basso ed è rimasto tale.

Tabella 19 - Indicatori di performance medi pre (I) e post-*delisting* (II) delle aziende della classe A che sono passati da distruggere a creare valore

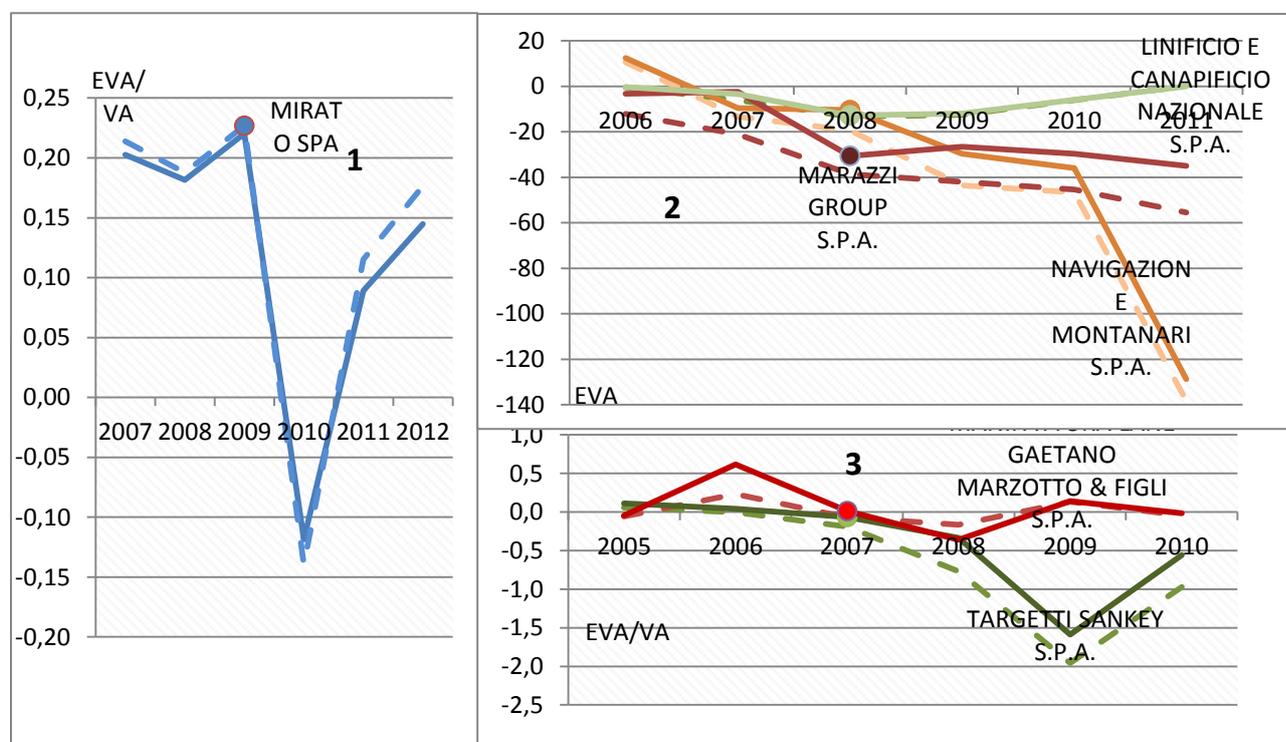
		GARBOLI S.P.A.		GARBOLI S.P.A.
Anno di <i>delisting</i>		2007	Fatturato (mln)	>50 <200
Settore		edilizia e materiali	Segmento di quotazione	MTA star
Redditività del capitale investito (ROIC)	I	-7,84%	Kd	2,93%
	II	13,42%		1,32%
Margine sulle vendite (ROS)	I	-19,41%	Ke	3,97%
	II	18,78%		4,54%
Produttività del lavoro	I	27.882	Leverage	5,40

	II	249.208	(PFN/E)	2,01
Produttività del capitale	I	64,17%	Indice di copertura primario	0,70
	II	100,13%		0,84
Efficienza nell'utilizzo del capitale (CT)	I	0,75	Indice di liquidità	1,17
	II	0,82		1,75

Fonte: elaborazione personale

Ed infine per ultimo, analizziamo la dinamica di valore che hanno avuto le società che hanno peggiorato mediamente la loro situazione nel tempo.

Figura 42 - Andamento dell'EVA e dell'EVA[®] operativo su Valore Aggiunto per le società della classe B³³



Fonte: elaborazione personale

Anche qui le aziende sono state distinte tra quelle che pur continuando a creare valore ne hanno creato in misura minore nel periodo successivo al *delisting* (1), da quelle che invece stavano distruggendo valore e ne hanno distrutto in misura maggiore (2) e da quelle che sono passate addirittura da crearne a distruggerne (3).

³³ Non è stato possibile calcolare il rapporto EVA su Valore Aggiunto per la seconda categoria di società, ma solo in termini assoluti, a causa del Valore Aggiunto negativo per alcune società.

Mirato è un esempio di azienda che stava creando valore e che ha deciso di perseguire un percorso di sviluppo e di consolidamento del business dell'emittente per rafforzare la sua posizione sul mercato. Per fare ciò ha dovuto revocare i titoli dal listino, in quanto tali investimenti e la riduzione degli utili necessari per autofinanziare lo sviluppo societario, incidendo sulla redditività di breve periodo, avrebbero potuto penalizzare il valore dei titoli nonostante le operazioni fossero vantaggiose per l'impresa e, nel medio-lungo periodo, anche per tutti gli azionisti. L'anno seguente all'uscita dalla Borsa (2010) ha però visto un netto calo della redditività del capitale, dei margini sulle vendite e dell'efficienza sul capitale investito e un aumento del costo del debito, non riuscendo a creare valore. Tuttavia negli anni successivi ha ripreso a crescere seppure ottenendo risultati ancora inferiori rispetto al periodo precedente.

Tabella 20 - Indicatori di performance medi pre (I) e post-delisting (II) delle aziende della classe B che hanno creato minor valore

		MIRATO SPA		MIRATO SPA
Anno di <i>delisting</i>		2009	Fatturato (mln)	>50 <200
Settore		Prodotti per casa, persona, moda (prodotti igienici ed estetici)	Segmento di quotazione	MTA star
Redditività del capitale investito (ROIC)	I	21,82%	Kd	-0,28%
	II	11,76%		4,98%
Margine sulle vendite (ROS)	I	14,47%	Ke	4,89%
	II	11,32%		5,48%
Produttività del lavoro	I	155.237	Leverage (PFN/E)	0,16
	II	131.658		0,58
Produttività del capitale	I	124,20%	Indice di copertura primario	1,88
	II	63,76%		1,18
Efficienza nell'utilizzo del capitale (CT)	I	1,51	Indice di liquidità	2,30
	II	0,99		2,13

Fonte: elaborazione personale

Altre società, come Marazzi Group, Linificio e Canapificio Nazionale e soprattutto Navigazione Montanari, non solo hanno continuato a distruggere valore dopo la revoca, ma lo hanno distrutto in modo maggiore rispetto al periodo precedente. Marazzi Group, come già abbiamo visto, si era quotata solo qualche anno prima,

ottenendo dalla quotazione solo distruzione di valore. Il *delisting*, era finalizzato all'attuazione di una strategia di risanamento in modo che questa non impattasse sul valore del titolo. Probabilmente anche a causa delle scarse prospettive di crescita del segmento e della debolezza del mercato, ha visto una sola continua riduzione della ROIC. Anche il ROS è calato in modo costante, così come gli indici di produttività del capitale e del lavoro, il Capital Turnover e i vari indici patrimoniali. Anche Linificio e Canapificio Nazionale, che in conseguenza al *delisting* della sua capofila (Marzotto) ha optato per una più adatta società non quotata, ha mediamente distrutto maggior valore. Tuttavia nonostante il calo che ha avuto soprattutto in coincidenza dell'anno di *delisting* (2008), la società ha poi migliorato gradualmente tutti i suoi valori, sia reddituali, sia di efficienza, sia di produttività sia quelli patrimoniali. Infatti facendo un confronto tra EVA[®] creato nell'anno n-2 e quello creato nell'anno n+3 si ottiene un incremento di oltre il 100%. Ed infine Navigazione Montanari, spinta dall'enorme crescita del settore marittimo, ha deciso di uscire dalla Borsa per mettere in atto un rilevante piano di investimenti. Tuttavia se un'impresa sta già distruggendo valore non c'è niente di più sbagliato che attuare una strategia di crescita, in quanto porta ad un veloce tracollo. Tale affermazione è stata confermata anche in questo caso. Vediamo come tutti gli indici siano peggiorati. La redditività ha raggiunto addirittura livelli negativi nell'ultimo anno di analisi e il costo medio ponderato del capitale è aumentato.

Tabella 21 – Indicatori di performance medi pre (I) e post-*delisting* (II) delle aziende della classe B che hanno distrutto maggior valore

		NAVIGAZIONE MONTANARI S.P.A.	MARAZZI GROUP S.P.A.	LINIFICIO E CANAPIFICIO NAZIONALE S.P.A.	MEDIA
Anno di <i>delisting</i>		2008	2008	2008	
Settore		prodotti e servizi ind. (trasporto marittimo e noleggio navi)	edilizia e materiali (piastrelle in ceramica)	materie prime	
Fatturato (mln)		>50 <200	>200	>50 <200	
Segmento di quotazione		MTA star	MTA	MTA	
Redditività del capitale investito (ROIC)	I	8,86%	7,30%	-6,43%	3,24%
	II	-0,54%	-0,68%	-6,91%	-2,71%

Margine sulle vendite (ROS)	I	30,21%	8,14%	-8,15%	10,07%
	II	-0,90%	-1,01%	-12,38%	-4,76%
Produttività del lavoro	I	160.782	81.151	23696,00	88.543
	II	139.747	64.998	6.308	70.351
Produttività del capitale	I	14,96%	86,81%	118,28%	73,35%
	II	13,93%	48,90%	116,93%	59,92%
Efficienza nell'utilizzo del capitale (CT)	I	0,29	0,88	0,89	0,69
	II	0,22	0,68	0,82	0,57
Kd	I	4,55%	-0,25%	-15,97%	-3,89%
	II	4,98%	-1,15%	8,59%	4,14%
Ke	I	10,94%	10,87%	4,57%	8,79%
	II	17,49%	12,42%	4,73%	11,55%
Leverage (PFN/E)	I	0,44	0,70	0,17	0,44
	II	2,21	1,14	0,16	1,17
Indice di copertura primario	I	0,69	0,81	1,66	1,05
	II	0,35	0,61	1,41	0,79
Indice di liquidità	I	0,64	2,11	2,29	1,68
	II	1,04	1,98	1,70	1,57

Fonte: elaborazione personale

Le ultime aziende da presentare sono Targetti Sankey e Marzotto, che sono passate da creare a distruggere valore dopo l'operazione di *delisting*. Marzotto ha deciso di revocare la quotazione dei propri titoli, a causa degli eccessivi costi di quotazione non giustificati dal flottante ridotto. Nonostante la distruzione media di valore negli anni successivi, Marzotto è riuscita comunque ad ottenere dei risultati positivi: innanzitutto, dalla Figura 21, emerge che nell'anno n+2 è riuscita a creare valore ed in media ha ottenuto un aumento medio della redditività, dei ricavi e della produttività. Inoltre l'EVA[®] ottenuto nell'anno n+3 è maggiore di quello che si era ottenuto all'inizio dell'analisi. Ciò che incide negativamente sulla creazione di valore è l'aumento del costo del capitale di terzi e il peggioramento della struttura patrimoniale e finanziaria. Ricordiamo che a seguito del *delisting* di Marzotto, anche la sua controllata Linifico e Canapificio Nazionale ha deciso di revocare i suoi titoli dalla Borsa.

Il *delisting* di Targetti Sankey invece, effettuato per finanziare attraverso indebitamento bancario un'operazione di acquisizione aziendale, ha intaccato negativamente non solo gli equilibri della struttura patrimoniale, ma anche la redditività operativa, distruggendo maggior valore e toccando il punto di minimo nel 2009 (anno n+2). Diminuiscono inoltre sia il margine sulle vendite sia il Capital Turnover.

Tabella 22 – Indicatori di performance medi pre e post-delisting delle aziende della classe B che hanno distrutto maggior valore

		TARGETTI SANKEY S.P.A.	MARZOTTO S.P.A.	MEDIA
Anno di <i>delisting</i>		2007	2007	
Settore		Prodotti casa, persona, moda (articoli per l'illuminazione)	Prodotti casa, persona, moda (tessitura)	
Fatturato (mln)		>50 <200	>200	
Segmento di quotazione		MTA star	MTA	
Redditività del capitale investito (ROIC)	I	8,97%	6,61%	7,79%
	II	-2,86%	7,98%	2,56%
Margine sulle vendite (ROS)	I	10,85%	6,65%	8,75%
	II	-10,98%	10,48%	-0,25%
Produttività del lavoro	I	104,53%	92,91%	98,72%
	II	44,57%	135,37%	89,97%
Produttività del capitale	I	104,53%	92,91%	98,72%
	II	44,57%	135,37%	89,97%
Efficienza nell'utilizzo del capitale (CT)	I	0,81	0,98	0,89
	II	0,27	0,82	0,54
Kd	I	-0,52%	-4,11%	-2,32%
	II	0,62%	9,18%	4,90%
Ke	I	6,43%	5,31%	5,87%
	II	8,81%	5,78%	7,29%
Leverage (PFN/E)	I	1,60	0,55	1,07
	II	4,00	0,66	2,33
Indice di copertura primario	I	0,91	0,93	0,92
	II	0,20	0,63	0,41
Indice di liquidità	I	2,56	1,43	2,00
	II	0,77	1,10	0,93

Fonte: elaborazione personale

Dall'analisi delle società che sono state soggette al *delisting* emerge che quelle che sono effettivamente migliorate nel periodo di analisi, hanno incrementato la loro redditività operativa, al contrario di quelle che sono peggiorate.

Tabella 23 – Variazione degli indici medi nella classe A e nella classe B dal periodo pre (I) al post-delisting (II)³⁴

		ROIC %	ROS %	Produttività del lavoro	Produttività del capitale %	CT	Kd %	Ke %	PFN/E	Indice di copertura primario	Indice di liquidità
A	I	-12,75	-75,60	2.398	34,57	0,28	2,49	7,96	0,65	0,47	0,77
	II	-5,99	-29,43	124.282	50,50	0,07	3,50	9,61	0,41	0,66	1,20
	Δ	+6,76	+46,17	+348,29%	-15,94	-0,21	+1,00	+1,65	-0,24	+0,19	+0,43
B	I	7,63	6,33	117.179	86,06	0,71	-0,03	6,88	0,69	1,29	2,03
	II	2,32	-3,26	95.786	60,88	0,57	4,93	8,12	1,72	0,89	1,73
	Δ	-5,31	-9,59	-20,71%	-25,18	-0,13	+4,95	+1,25	+1,03	-0,40	-0,30

Fonte: elaborazione personale

Anche qui, come per le società quotate, quello che effettivamente distingue le società che hanno creato maggior valore rispetto quelle che ne creano meno è la redditività del vendite: il ROS infatti aumenta notevolmente nelle prime grazie soprattutto all'aumento della produttività del lavoro. L'efficienza del capitale investito invece si riduce in tutte le imprese. Per quanto riguarda il costo medio ponderato del capitale, esso aumenta in tutto le imprese, ma è la crescita è maggiore in quelle aziende che distruggono più valore o ne creano meno. Inoltre si osserva un perfezionamento della composizione della struttura finanziaria e patrimoniale per le aziende migliori e un peggioramento delle stesse per le altre società.

³⁴ Sono state effettuate le medie senza considerare i valori estremi.

CONCLUSIONI

L'obiettivo che ci si è posti con il presente lavoro è stato quello di analizzare la dinamica del valore di alcune aziende familiari che sono state soggette ad operazioni di *listing* e *delisting*, e di valutare se, nelle aziende che effettuano tali operazioni, vi sia o meno una tendenza alla creazione, o alla distruzione, di maggior valore. Ribadiamo che quando si parla di utile e quando di valore creato si indicano due concetti differenti: la creazione di valore tiene conto non solo del reddito d'esercizio ottenuto, ma lo confronta anche con il costo che l'imprenditore ha dovuto sostenere per realizzarlo ed è quindi data dallo *spread* tra redditività e costo del capitale investito.

Per prima cosa, dobbiamo fare una considerazione che riguarda la scelta delle aziende familiari come oggetto d'analisi. Le aziende familiari sono una particolare tipologia di impresa in cui la famiglia apporta nel business le proprie conoscenze, i valori e le tradizioni e tende, nella maggior parte dei casi, a mantenerne il controllo limitandone lo sviluppo. Le imprese familiari che abbiamo analizzato, essendo però imprese che si sono avvicinate nell'arco della loro vita al mercato dei capitali, non sono più quei tipi d'impresa in cui si ha una quasi totale sovrapposizione tra entità familiare e *business*, ma sono istituti autonomi dalle famiglie imprenditoriali che le controllano ed operano secondo una logica di merito e razionalità economica. Non sono quindi molto diverse dalle aziende non familiari, ma la differenza è che continuano a trarre importanti risorse umane, finanziarie e valoriali dalle famiglie di riferimento. Non avendo fatto un confronto tra aziende familiari e non familiari, non sappiamo se le prime creino più o meno valore delle seconde, ma possiamo dire comunque che la famiglia, almeno in teoria, è considerata una risorsa in grado di stimolare il raggiungimento degli obiettivi prefissati ed avere una ricaduta positiva sulla continuità, sulla motivazione e sull'orientamento di lungo periodo.

Per quanto riguarda la questione centrale del nostro elaborato dobbiamo fare una riflessione su quali sono i fattori che incidono più degli altri sulle determinanti dell'EVA[®] e che permettono alle aziende di creare maggiore o minore valore. Le

aziende che hanno avuto i risultati migliori, sia quelle soggette al *listing* sia quelle soggette al *delisting*, sono quelle che sono riuscite a migliorare la produttività del lavoro e del capitale nella quasi totalità dei casi, ottenendo un incremento del margine sulle vendite (ROS). Quest'ultimo, a sua volta, ha impattato positivamente sulla redditività del capitale investito (ROIC). La situazione opposta è avvenuta invece nelle imprese che non sono riuscite a creare o a distruggere rispettivamente maggiore o minore valore. L'efficienza del capitale investito è invece mediamente diminuito sia nelle imprese che hanno ottenuto un miglioramento sia in quelle che hanno ottenuto un peggioramento. La variazione dell'efficienza nell'utilizzo del capitale non è stato quindi un fattore determinante, nonostante il COIN sia un componente fondamentale, nel calcolo dell'EVA[®] delle aziende.

Per quanto riguarda invece il costo medio ponderato del capitale, dobbiamo fare una distinzione tra le aziende che sono entrate in Borsa da quelle che invece ne sono uscite. Nelle prime il WACC, è mediamente diminuito nelle imprese che sono migliorate, grazie ad una diminuzione sia del capitale proprio che del capitale di debito, mentre è aumentato nelle imprese che sono peggiorate. Nelle seconde invece, si osserva un aumento del WACC in quasi tutte le imprese, ma l'incremento del costo del capitale, nelle imprese che hanno avuto una variazione positiva dell'EVA[®] dopo il *delisting*, è stato minore rispetto alle altre imprese che sono state invece soggette ad una variazione negativa. Inoltre si osserva un perfezionamento della composizione della struttura finanziaria per le aziende che hanno ottenuto un miglioramento.

Dall'analisi effettuata sono stati confermati dei risultati di alcuni studi secondo cui nonostante molte imprese quotande apparivano solide e con una buona posizione competitiva, come è giusto che fosse per le aziende in procinto di quotarsi, solo una parte è riuscita effettivamente a incrementare il proprio valore (F. Perrini, 1999). Si è trattato, nella maggior parte dei casi, di quelle imprese che avevano, già prima della quotazione, un trend positivo e che quindi hanno creato maggior valore, avvicinandosi al momento della quotazione, rispetto agli anni precedenti. Per quanto riguarda quelle aziende che sono state invece revocate dal mercato, per scelta o per imposizione da parte delle Autorità, possiamo dire che in genere non erano contente delle prestazioni

ottenute durante la permanenza in Borsa, e quindi presentavano redditività molto basse se non addirittura negative. Anche qui è emerso che, solo quelle che hanno creato progressivamente maggior valore prima di effettuare il *delisting*, o distruttone meno, sono riuscite ad ottenere un miglioramento anche nel periodo successivo. Risulta inoltre che tra le aziende che sono riuscite a distruggere minor valore vi siano quelle che erano state revocate d'ufficio.

Non possiamo affermare tuttavia che esista una tendenza ben delineata, in termini di creazione di valore, da parte delle aziende che quotano o revocano i propri titoli. Bisogna infatti considerare che sui risultati incidono molti elementi, come il fatto che la nostra analisi copre un periodo storico particolare, in cui si è verificata una delle più grandi crisi mai avvenute e che ha quindi influenzato il successo o l'insuccesso delle imprese. Inoltre, le operazioni di *listing* e *delisting* devono essere contestualizzate e valutate a seconda del periodo temporale, del mercato di riferimento e dell'andamento storico dell'azienda. Dall'analisi non si è riuscito a trovare nessun collegamento tra la creazione di maggior valore e la maggior consistenza del pacchetto azionario detenuto dalla famiglia, che è comunque sempre maggioritario, o la presenza di una holding o il fatto che la famiglia fondatrice è anche quella che ne è al controllo.

Per valutare la dinamica del valore di queste aziende devono essere quindi valutati i seguenti fattori che influiscono sulla maggiore o minore creazione di valore nel periodo post-*listing* o *delisting*:

- andamento del settore e del mercato
- motivazioni sottostanti l'operazione e raggiungimento degli obiettivi

I fattori che più incidono sul successo della quotazione e del *delisting* delle imprese sono soprattutto l'andamento economico del mercato e quello del segmento in particolare a cui ci si riferisce.

Il campione selezionato comprende infatti aziende che hanno fatto il loro ingresso in Borsa, o la loro uscita, tra il 2005 e il 2010 e quindi comprende anche il periodo di crisi che si è avuto a partire dal 2008, anno in cui è scoppiata la crisi sui mercati finanziari. Degli effetti della crisi hanno risentito tutte le imprese, chi più e chi meno, anche negli anni a venire. Vediamo come infatti la quasi totalità delle imprese,

soprattutto quelle che sono peggiorate nel tempo, ma non solo, hanno avuto una flessione più o meno marcata nella capacità di creare valore soprattutto negli esercizi 2008 e 2009. Il calo avuto in questi anni ha infatti impattato sui risultati medi e cumulati *post-listing* e *post-delisting* e quindi “falsato” i risultati che un’impresa, in condizioni normali, avrebbe potuto ottenere.

Ovviamente deve essere considerato anche il segmento specifico in cui l’impresa opera. Per esempio l’insuccesso della società Marazzi Group, sia dopo essere entrata in Borsa sia dopo esserne uscita, può essere dovuto in parte anche alla fase di cambiamento a livello globale del mercato internazionale del settore delle piastrelle di ceramica, così come parte del successo di Marr, può essere attribuito alle prospettive di crescita nel settore della distribuzione di prodotti alimentari.

Per prevedere se un’impresa creerà più o meno valore inoltre è necessario analizzare anche per esempio le motivazioni che portano le aziende a quotarsi o a “delistarsi” e valutare se gli investimenti e se le scelte strategiche programmate sono adatte alla natura e alla fase in cui si trova l’impresa. Per esempio perseguire una strategia di crescita non sempre è conveniente. Lo è solo se l’impresa abbia già un vantaggio competitivo e vi siano prospettive di crescita sul mercato, come ha fatto appunto per esempio, Marr. Se invece l’impresa sta distruggendo valore anche se vi sono buone prospettive sul mercato, come nel caso di Damiani o Navigazione Montanari, o nel caso contrario l’impresa sta creando valore ma senza nessuna prospettiva di crescita sul mercato, come per Rosss o Marazzi Group, vi sarà solo distruzione di valore futura almeno nel breve periodo. Le aziende che distruggono valore dovrebbero provare invece ad ottenere un vantaggio competitivo, che sia di costo o di *leadership*, e a dotarsi di una migliore struttura finanziaria e una maggior visibilità all’esterno, come hanno fatto per esempio Fintel Energia Group e Garboli, oppure a seguire programmi specifici per riuscire a recuperare la loro posizione, come NGP. Le imprese invece creatrici di valore, che sono mature od operano in segmenti di mercato con poche prospettive di sviluppo, dovrebbero prenderne atto e puntare, anzi che su strategie che prevedono la crescita dimensionale dell’impresa, sull’incremento dello *spread*, così come ha fatto per esempio Piquadro.

Per ultimo, devono essere fatte alcune riflessioni sui limiti riscontrati nell'analisi: le semplificazioni effettuate in sede di applicazioni dell'EVA[®] potrebbero avere infatti impattato sui risultati. Inoltre l'EVA[®] stesso, come metodo per il calcolo di creazione di valore, potrebbe essere in alcuni casi un modello fuorviante, per esempio in quelle fasi della vita aziendale caratterizzate da forti investimenti, e quindi ingenti costi, o in quelle fasi i cui ritorni sugli investimenti effettuati non sono immediati, ma lontani nel tempo.

Bibliografia

Appunti di tecnica di borsa, prof. F. Cartei.

Appunti di valutazione d'azienda, prof. E. Gonnella.

Codice Civile

Codice di Autodisciplina

Database Aida - Bureau van Dijk

Regolamento Emittenti di AIM Italia-MAC del 3 marzo 2014.

Regolamento dei mercati e organizzati e gestiti dalla Borsa Italiana S.p.A. del 30 settembre 2013.

Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A. deliberato dall'Assemblea di Borsa Italiana S.p.A. del 29 aprile 2005.

Testo Unico della Finanza

AA. VV. *Assetti proprietari e mercato delle imprese*, Bologna: Il Mulino, 1994.

AIFI-PRICEWATERHOUSECOOPERS. *Guida pratica al Capitale di Rischio: avviare e sviluppare un'impresa con il venture capital e il private equity*, 2000.

AIROLDI G., BRUNETTI G., CODA V., *Economia aziendale*, Bologna: il Mulino, 1994.

ARNOLD G., DAVIES M., *Value Based Management*, New York: John Wiley & Sons, 2000.

ALCORN P.B., *Success and survival in the family-owned business*, New York: McGraw-Hill, 1982.

ANGIOLA N., *Corporate governance e impresa familiare*, Torino : G. Giappichelli, 2000.

ASTRACHAN J.H., KLEIN S.B., SMYRNIOS K.X., 2002. *The F-PEC scale of family influence: A proposal for solving the family business definition problem* in *Family Business Review* 15 (1), pp. 45-58.

BABICKY J., 1987. *Consulting to the family business* in *Journal of Management Consulting* 3 (4), pp. 25-32.

BELLANDI P., *Microstrutture e segmentazione di mercato* in R. Caparvi (a cura di), *Il mercato mobiliare: strategie e tecniche di negoziazione dei mercati finanziari*, Milano: F. Angeli, 2010.

BERNARD B., 1975, *The development of organization structure in the family firm* in *Journal of General Management*, Autumn, pp.42-60.

BONTI M.,CORI E., *Organizzazione e competenze nelle imprese famigliari* in L. Del Bene, N. Lattanzi, G. Liberatore, *Aziende famigliari e longevità economica*.

- BORELLI A., *La modifica e il consolidamento degli assetti proprietari dell'azienda di famiglia: il Family buy out* in Centro Studi De Poli, *Quaderno 4: Assetti Proprietari e organizzativi delle aziende di famiglia* del 10 settembre 2013.
- BORSA ITALIANA. *Quotarsi in Borsa. La segmentazione dei mercati di Borsa italiana*, gennaio 2001.
- CARTEI F., *Le operazioni sul mercato primario e le offerte pubbliche di acquisto* in R. Caparvi (a cura di), *Il mercato mobiliare*.
- CHANDLY P.R., SARKAR S.K., TRIPATHY N., *Empirical Evidence on the effects of Delisting from the National Market System* in *Journal of Economics and Finance*, 2004, 28(1), pp 46-65.
- CHI J., PADGETT C., *Operating Performance and Its Relationship to Market Performance of Chinese Initial Public Offerings*, in *Chinese Economy*, 2006 vol. 39, no. 5, pp. 28-50.
- CHUA J.H., CHRISMAN J.J., SHARMA P., 1999. *Defining the family business by behaviour*, in *Entrepreneurship Theory & Practice* 3 (4), pp. 19-39.
- CHURCHILL N.C., HATTEN K.J., 1987. *Non-market based transfers of wealth and power: A research framework for family businesses*, in *American Journal of Small Business* 11 (3), pp. 51-64.
- CINQUE E., *Holding, sub-holding e trust nel family business in italiane* in E. Viganò, *La sensibilità al valore nell'impresa familiare*.
- CLUB THE EUROPEAN HOUSE-AMBROSETTI. *La creazione di valore in Lettera Club n. 34, Novembre-Dicembre 2010*.
- COLLI A., *Capitalismo familiare*, Bologna: Il mulino, 2006.
- CORBETTA G., *Le imprese familiari: caratteri originali, varietà e condizioni di sviluppo*. Milano: EGEA, 1995.
- DEL BENE L., LATTANZI N., LIBERATORE G. *Aziende familiari e longevità economica: modalità di analisi e strumenti operativi*, Assago: IPSOA, 2012.
- DAVIS P., 1983. *Realizing the potential of the family business* in *Organizational Dynamics* 12 (1), pp. 47-56.
- DEL BENE L., *La funzione imprenditoriale e la funzione manageriale* in L. Del Bene, N. Lattanzi, G. Liberatore, *Aziende familiari e longevità economica*.
- DELL'AMORE G., *Le fonti del risparmio familiare*, Milano: Giuffrè, 1962.
- DEMATTE C., CORBETTA G., *I processi di transizione delle imprese familiari*, Milano, Mediocredito Lombardo, 1993.
- DI TOMA P., *La corporate governance nelle imprese familiari* in L. Del Bene, N. Lattanzi, G. Liberatore, *Aziende familiari e longevità economica*.
- DONCKELS R., FROHLICH E., 1991. *Are family businesses really different? European experiences from STRATOS* in *Family Business Review* 4 (2), pp. 149-160.

- DONNA G., *La creazione di valore nella gestione dell'impresa*, Roma: Carocci, 1999.
- DONNA G., BORSIC D., *La sfida del valore: strumenti e strategie per il successo dell'impresa*, Milano : Guerini, 2000.
- DONNELLEY R., 1964. *The family business* in Harvard Business Review 42 (4), pp. 93-105.
- EUROPEAN COMMISSION, *Overview of Family Business Relevant Issues*, 2009.
- EUROPEAN COMMISSION, *Summer of the Expert Group including the definition*, 2009.
- FERRAGINA F., *Finanza d'impresa. La quotazione in Borsa delle piccole/medie imprese. Un obiettivo possibile per facilitare lo sviluppo* in Rivista Contabilità finanza e controllo, Milano, 2007, n. 6, pp. 526-528.
- FERRERO G., *Impresa e Management*, Milano: Giuffrè, 1989.
- GALLO M.A., *Cultura en Empresa Familiar*, Nota Tecnica de la Division de Investigacion del IESE N. DGN-457, Barcellona, in S. Tomaselli, *Longevità e sviluppo delle imprese familiari*, Milano: Giuffrè, 1996, p. 13 e seguenti.
- GERANIO M., *I delisting del mercato azionario italiano: analisi empirica delle cause e delle conseguenze*, in Newfin Working Paper, n. 7/04 Università Bocconi, Milano, novembre 2004, p. 1.
- GIANNETTI R., *Dal reddito al valore : analisi degli indicatori di creazione di valore basati sul reddito residuale*, Milano : Giuffrè, 2013.
- GIUNTA F., BONACCHI M., BAVAGLIO G., *La creazione di valore nel distretto tessile pratese: primi risultati di una ricerca*, Liuc Papers n. 66, Serie piccola e media impresa 6, Maggio 2001.
- GONNELLA E., *Logiche e metodologie di valutazione d'azienda: valutazioni stand-alone*, Pisa : Plus-Pisa university press, 2008.
- GUATRI L., *La teoria di creazione del valore: una via europea*, Milano: Egea, 1991.
- HANDLER W.C., 1989. *Methodological issues and considerations in studying family businesses* in Family Business Review 2 (3), pp. 257-276.
- HANSEN M.L., JORGENSEN L.G., *Underpricing and Long-run Operating Performance of Initial Public Offerings: Evidence from Scandinavia*, MSc in Finance and International Business, 2010.
- HELWEGE G., LIANG.N., *Initial Public Offering in Hot and Cold Markets*, in Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2004, 39 (3), pp. 541-569.
- HENNEL A., WARNER A., *Financial Performance Measurement and Shareholder Value Explained* in Financial Times Management, 1998.
- HOLLAND P.G., OLIVER J.E., 1992. *An empirical examination of stages of development of family business* in Journal of Business & Entrepreneurship 4 (3), pp. 27-38.
- IACOVIELLO G., *Sul concetto di dimensione nell'azienda familiare* in L. Del Bene, N. Lattanzi, G. Liberatore, *Aziende familiari e longevità economica*.

JAIN B.A., KINI, O., The Post-issue Operating Performance of IPO Firms in The Journal of Finance, 1994, Vol. 49, pp. 1699-1726.

KUNZ A., *La successione generazionale: Problemi e momenti di valutazione generale* in E. Viganò, *La sensibilità al valore nell'impresa familiare*, op.cit., p.175 e seguenti.

LA ROSA F., *Rischio e finanziamento nell'impresa familiare* in L. Del Bene, N. Lattanzi, G. Liberatore, *Aziende familiari e longevità economica*.

LATTANZI N., *Il patrimonio della famiglia tra Family Business e Family Office* in L. Del Bene, N. Lattanzi, G. Liberatore, *Aziende familiari e longevità economica*.

LAZZINI A., *Il ruolo della famiglia nell'azienda familiare: dinamiche di crescita, sviluppo e successione aziendale*, in L. Del Bene, N. Lattanzi, G. Liberatore, *Aziende familiari e longevità economica*.

LEACH P., KENWAY-SMITH W., HART A., MORRIS T., AINSWORTH J., BETERLSEN E., IRAQI S., PASARI V., *Managing the family business in the U.K.: A Stoy Hayward survey* in conjunction with the London Business School. London. Stoy Hayward,1990.

LEARDINI C., *L'economia delle quotazioni in Borsa: profili economico-aziendali*, Padova: CEDAM, 2003.

LEUZ C., TRIANTIS A., WANG T., Why Do Firms Go Dark? Causes and Economic Consequences of Voluntary SEC Deregistration in Journal of Accounting and Economics, 2008, 45 (2-3), pp. 181-208.

LYMAN A., 1991. *Customer service: Does family ownership make a difference?* In Family Business Review 4 (3), pp. 303-324.

MACEY J., O'HARA M., POMPILIO D., *Down and Out in the Stock Market: The Law and Economics of the Delisting Process* in Journal of Law and Economics,2008, 51 (4), pp. 683-713.

MAGGIONI V., DEL GIUDICE M., *Affari di famiglia: problematiche gestionali e modelli imprenditoriali emergenti nei nuovi family business*, Milano: EGEA, 2011.

MAURO M., *Il ruolo della funzione finanza nelle aziende a proprietà familiare. L'influenza sul valore*. in E. Viganò, *La sensibilità al valore nell'impresa familiare*.

MAZZOLA P., MARCHISIO G., *The Role of Going Public in Family Businesses' Long-Lasting Growth: A study of Italian IPOs*, in Family Business Review, 15, 2002, pp. 133-148.

MIKKELSON W.H., PARTCH M.M., SHAH K., Ownership and operating performance of companies that go public, Journal of Financial Economics, 1997, vol. 44, no. 3, pp. 281- 307.

MODIGLIANI F., MILLER M.H., *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment* in *The American Economic Review*, Vol. 48, No. 3., Jun., 1958, pp. 261-297.

MODIGLIANI F., MILLER M.H., *Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction* in *The American Economic Review*, Vol. 53, No. 3., Jun., 1963, pp. 433-443.

MONTECAMOZZO C.F., *Guida al passaggio generazionale nelle PMI: come assicurarsi la continuità imprenditoriale nell'impresa di famiglia*, Milano: IPSOA, 2012, p. 30.

MYERS S., *The capital structure puzzle*, in *Journal of finance*, n. 39, July 1984.

ONESTI T., ANGIOLA N, *et al.*, *Strategie di sviluppo aziendale, processi di corporate governance e creazione di valore. Teorie, analisi empiriche ed esperienze a confronto*, Milano: F. Angeli, 2012

OSSERVATORIO AUB, *Executive Summary V^a edizione*.

PAGANO M., PANETTA F., ZINGALES L., *Why do companies go public?: an empirical analysis*, London: CEPR, 1998.

PARRINI L., *Il mercato Expandi: la quotazione in Borsa per le PMI*, Milanofiori, Assago : IPSOA, 2006.

PELLICELLI M., *Value Based Management. Approccio manageriale al tramonto?*, Dottorato di ricerca in Economia Aziendale, Università di Pavia, 2003.

PERRINI F., *Le nuove quotazioni alla borsa italiana: evidenze empiriche delle PMI*, Milano: Egea, 1999.

PORTER M.E., *Competitive advantage: creating and sustaining superior performance*, New York: Free Press, London: Collier Macmillan, 1985.

PUGLIESE A., *Assetti proprietari e meccanismi di governance nelle imprese familiari italiane* in E. Viganò, *La sensibilità al valore nell'impresa familiare*

QUIRICI M.C., *Il mercato mobiliare: l'evoluzione strutturale e normativa*, Milano: F. Angeli, 2010.

RENNEBOOG L., SIMONS T., WRIGHT M., *Why Do Public Firms Go Private in the Uk? The impact of Private Equity Investors, Incentive Realignment and undervaluation* in *Journal of Corporate Finance*, 2007, 13 (4), pp. 591-628.

ROSENBLATT P.C., DE MIK L., ANDERSON R.M., JOHNSON P.A., *The family in business: Understanding and dealing with the challenges entrepreneurial families face*, San Francisco: Jossey-Bass, 1985.

ROSIN R., *La creazione di valore: Il metodo dell'E.V.A.* in *Il commercialista Veneto*, n. 136 , inserto 1, luglio-agosto 2000.

SANSONE C., *I riflessi della scelta definitiva sullo studio della diffusione mondiale del family business* in E. Viganò, *La sensibilità al valore nell'impresa familiare*, Padova: CEDAM, 2006.

SOLOMONS D., *Il controllo delle aziende multidivisionali*, Milano: Isedi, 1973.

STEWART G.B., *La ricerca del valore: una guida per il management e per gli azionisti*, Milano: Egea, 1998 (traduzione a cura di M. Spisni di: *The quest for value: the eva management guide*).

TAGIURI R., DAVIS J., *Bivalent of the Family Firms*, Working Paper, Harvard Business School, Cambridge, 1982. Ristampa in *Family Business Review*, vol. IX, n. 2, 1996, pag. 199-208.

TISCINI R., *Il valore economico delle aziende di famiglia: dinamiche di formazione e criteri di stima nelle aziende di dimensione minore*, Milano: Giuffrè, 2001.

TISCINI R., *Occasioni di valutazione economica del family business: le operazioni straordinarie tra familiari. Le occasioni ordinarie* in E. Viganò, *La sensibilità al valore nell'impresa familiare*.

VIGANÒ E., *La sensibilità al valore nell'impresa familiare*, Padova: CEDAM, 2006, p. 80 e seguenti.

VIGANÒ R., *Valore del family business e valutazione strategica* in E. Viganò, *La sensibilità al valore nell'impresa familiare*.

WARD J.L. *Di padre in figlio: l'impresa di famiglia*, Milano: F. Angeli, 1990.

ZAPPA G., *Il reddito d'impresa: scritture doppie, conti e bilanci di aziende commerciali*, Milano: Giuffrè, 1937.

ZOCCHI W., *Il family business: Famiglia, azienda di famiglia e patrimonio dell'imprenditore*, Milano: Il Sole 24 Ore, 2004.

ZOCCHI W. *Quando la famiglia è azienda*, Torino: G. Giappichelli, 2008.

Sitografia

www.ilsole24ore.com

www.aifi.it

www.istat.it

www.fbn-i.org

www.aicsweb.it

www.aim-italia.it/

www.misterfisco.it

www.dt.tesoro.it

www.borsaitaliana.it

www.consob.it

Bilanci e altri documenti aziendali

Aeffe s.p.a.: Bilanci civilistici dal 2005 al 2010 e Prospetto Informativo del 2007.

Antichi Pellettieri s.p.a.: Bilanci civilistici dal 2004 al 2009 e Prospetto Informativo del 2006.

B&C Speakers s.p.a.: Bilanci civilistici dal 2005 al 2010 e Prospetto Informativo del 2007.

Bialetti Industrie s.p.a.: Bilanci civilistici dal 2005 al 2010 e Prospetto Informativo del 2007.

Biancamano s.p.a.: Bilanci civilistici dal 2005 al 2010 e Prospetto Informativo del 2007.

Caleffi s.p.a.: Bilanci civilistici dal 2003 al 2008 e Prospetto Informativo del 2005.

Cremonini s.p.a.: Bilanci civilistici dal 2006 al 2011 e Documento di Offerta Pubblica del 2008.

Damiani s.p.a.: Bilanci civilistici dal 2005 al 2010 e Prospetto Informativo del 2007.

Elica s.p.a.: Bilanci civilistici dal 2004 al 2009 e Prospetto Informativo del 2006.

Enervit s.p.a.: Bilanci civilistici dal 2006 al 2011 e Prospetto Informativo del 2008.

Fintel Energia Group s.p.a.: Bilanci civilistici dal 2008 al 2013 e Prospetto Informativo del 2010.

Garboli s.p.a.: Bilanci civilistici dal 2005 al 2009 e Documento di Offerta Pubblica del 2007.

Industrie Zignago S. Margherita s.p.a.: Bilanci civilistici dal 2003 al 2008 e Documento di Offerta Pubblica del 2005.

Landi Renzo s.p.a.: Bilanci civilistici dal 2005 al 2010 e Prospetto Informativo del 2007.

Linificio e Canapificio Nazionale s.p.a.: Bilanci civilistici dal 2006 al 2011 e Documento di Offerta Pubblica del 2008.

Marazzi Group s.p.a.: Bilanci civilistici dal 2004 al 2011, Prospetto Informativo del 2006 e Documento di Offerta Pubblica del 2008.

Marr s.p.a.: Bilanci civilistici dal 2003 al 2008 e Prospetto Informativo del 2005.

Marzotto s.p.a.: Bilanci civilistici dal 2005 al 2010 e Documento di Offerta Pubblica del 2007.

Mirato s.p.a.: Bilanci civilistici dal 2007 al 2012 e Documento di Offerta Pubblica del 2009.

Navigazione Montanari s.p.a.: Bilanci civilistici dal 2006 al 2011 e Documento di Offerta Pubblica del 2008.

N.G.P. s.p.a.: Bilanci civilistici dal 2003 al 2008 e Documento di revoca dalla quotazione del 2007.

Piaggio s.p.a.; Bilanci civilistici dal 2004 al 2009 e Prospetto Informativo del 2006.

Piquadro s.p.a.: Bilanci civilistici dal 2005 al 2010 e Prospetto Informativo del 2007.

Poltrona Frau s.p.a.: Bilanci civilistici dal 2004 al 2009 e Prospetto Informativo del 2006.

Ross s.p.a.: Bilanci civilistici dal 2006 al 2011 e Prospetto Informativo del 2008.

Saras s.p.a.: Bilanci civilistici dal 2004 al 2009 e Prospetto Informativo del 2006.

Targetti Sankey s.p.a.: Bilanci civilistici dal 2005 al 2010 e Documento di Offerta Pubblica del 2007.

Zignago Vetro s.p.a.: Bilanci civilistici dal 2005 al 2010 e Prospetto Informativo del 2007.

