

9. Crisi finanziaria e cessione del controllo nelle aziende familiari milanesi: percezione e realtà

di Guido Corbetta, Alessandro Minichilli e Fabio Quarato*

Il presente contributo ha l'obiettivo di comprendere se e come la crisi economica in atto possa determinare ripercussioni sulle percezioni e sul comportamento delle aziende familiari in merito a un tema sempre delicato come quello dell'apertura del capitale a terzi, se non addirittura della cessione del controllo. A seguito di ogni crisi finanziaria si manifestano infatti nuove opportunità di investimento che accelerano i processi di selezione competitiva sul mercato e possono avere in alcuni casi l'effetto di velocizzare il ricambio manageriale al vertice dell'azienda, in altri quello di sfociare nella decisione di aprire il capitale azionario a soggetti esterni alla famiglia o addirittura cedere il controllo dell'azienda.

A tal proposito, si è ritenuto di considerare le aziende familiari operanti nella provincia di Milano, tradizionalmente caratterizzata da una maggiore vivacità nei modelli di controllo e manageriali. Il contributo che tale lavoro intende fornire si compone di due parti tra loro collegate: la prima intende approfondire i risultati, seppur ancora parziali, della *survey* predisposta dalla Camera di Commercio di Milano e dalla Cattedra AIdAF-Alberto Falck dell'Università Bocconi, e somministrata a tutte le aziende familiari della provincia di Milano monitorate dall'Osservatorio AUB.¹ La *survey* intende porre l'attenzione sull'impatto che la recente crisi finanziaria potrà avere su aspetti quali l'accelerazione del ricambio al vertice e il rischio di perdere o dover cedere il controllo dell'azienda a causa di un'eccessiva fragilità della struttura finanziaria, anche in ragione degli effetti del *credit crunch*. La seconda parte, prendendo spunto dai risultati dei questionari, analizza le caratteristiche delle aziende a controllo familiare che tra il 2000 e il 2010 sono state oggetto di un'operazione di acquisizione nella provincia di Milano.² Come già evidenziato nei precedenti rapporti dell'osservatorio,³ si ritiene che la provincia di Mila-

* Guido Corbetta – professore di Strategia delle aziende familiari (Cattedra AIdAF-Alberto Falck) presso l'Università Bocconi; Alessandro Minichilli – assistant professor (Cattedra AIdAF-Alberto Falck) presso l'Università Bocconi; Fabio Quarato – professore di Corporate strategy e Sistemi di corporate governance presso l'Università Bocconi.

1. L'Osservatorio AUB, promosso da AIdAF-Associazione Italiana delle Aziende Familiari, dal gruppo Unicredit Private e Corporate Banking, dall'Università Bocconi e dalla Camera di Commercio di Milano, nasce nel 2008 con l'obiettivo di monitorare le strutture, le dinamiche e le performance di tutte le aziende a controllo familiare italiane (da qui in avanti, per semplicità, "aziende familiari") con ricavi superiori ai 50 milioni di euro. Il processo di selezione delle aziende analizzate nel presente rapporto è stato realizzato a partire dalla popolazione di 3.501 aziende della provincia di Milano con fatturato superiore ai 20 milioni euro alla fine del 2008, di cui 1.528 a controllo familiare. Al fine di evitare duplicazioni nei dati, sono state eliminate le aziende controllate nel caso di gruppi monobusiness e le società capogruppo (spesso holding finanziarie) nel caso di gruppi multibusiness. Tale metodologia ha condotto all'individuazione di 1.026 aziende familiari.

2. I risultati completi del questionario saranno disponibili nel mese di giugno 2012.

3. In particolare, il rapporto dell'Osservatorio AUB del 2010 "Le aziende familiari milanesi", a cura di G. Corbetta, A. Minichilli e D. De Angelis.

no goda di un'elevata capacità di attrazione nei confronti di gruppi stranieri, registrando peraltro una consolidata presenza di filiali di multinazionali sul territorio, e possa dunque rappresentare un terreno di indagine ideale per comprendere se e in quale misura la crisi degli ultimi anni abbia avuto effetti in termini di apertura del capitale o di riallocazione del controllo.

La percezione delle aziende familiari di fronte alla crisi

Nei primi mesi del 2012 è stato somministrato un questionario a tutte le aziende familiari della provincia di Milano incluse nell'Osservatorio AUB al fine di fornire qualche evidenza empirica sull'impatto che l'attuale crisi economica sta avendo sul ricambio manageriale e sulle operazioni di cessione del controllo. Dall'analisi dei dati parziali⁴ emerge come il campione di rispondenti sia piuttosto rappresentativo della popolazione delle aziende familiari milanesi, consentendo dunque alcune rilevanti considerazioni preliminari.

La necessità del ricambio al vertice

Partendo dai risultati del 2011 presentati in *Milano Produttiva*,⁵ dai quali emergeva un maggior ricambio al vertice nel primo biennio di crisi (2008-2009), si è cercato di indagare in maniera più approfondita se e in quale misura la crisi economica stesse *accelerando la necessità di un ricambio al vertice dell'azienda*. Tale necessità, che sembrava emergere dall'analisi delle sostituzioni del leader nelle aziende familiari milanesi, tuttavia, trova soltanto un parziale riscontro nelle dichiarazioni dei rispondenti alla *survey*. Per quanto si tratti di periodi temporali leggermente differenti e successivi, la maggior parte dei leader aziendali appare in disaccordo sulla possibilità che l'attuale crisi possa avere qualche riflesso sul ricambio al vertice.⁶

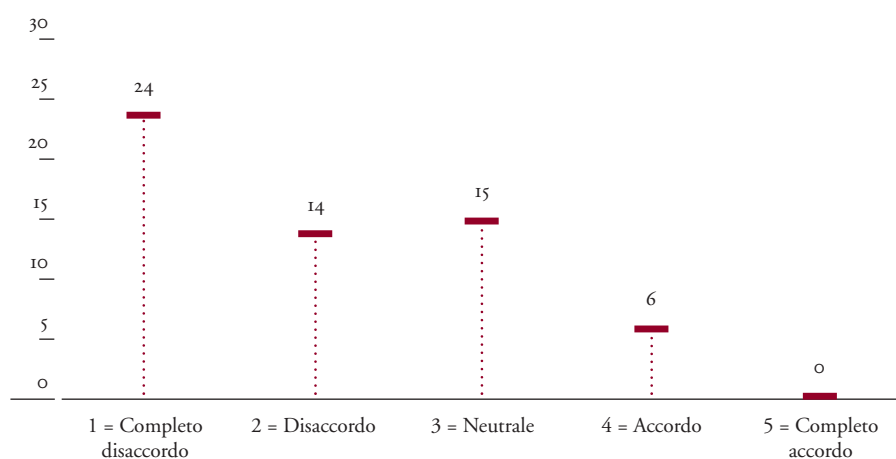


Grafico 1 – La crisi come acceleratore del ricambio al vertice dell'azienda
(anno 2012 – valori assoluti)

Fonte: elaborazione Osservatorio AUB.

Tale giudizio, per quanto netto, risulta però influenzato dalle caratteristiche dei rispondenti. Per esempio, analizzando le risposte in base all'età del leader si evince come circa il 18% dei rispondenti per i quali la crisi non determinerà un'accelerazione nel ricambio al vertice⁷ abbia meno di 50 anni, mentre sono soprattutto gli ultracinquantenni a pensare che la crisi possa accelerare il ricambio. L'ottimismo dei leader più giovani

4. L'elaborazione dei dati si basa su un totale di 59 questionari ricevuti alla data del 23 marzo 2012.

5. G. Corbetta, A. Minichilli, F. Quarato, *Le aziende milanesi attraverso la crisi*, in *Milano Produttiva*, 2011, pp. 107-118.

6. La domanda A9 del questionario chiedeva: "La crisi sta accelerando la necessità del ricambio al vertice dell'azienda?". La scala a disposizione dei rispondenti era da 1 (completo disaccordo) a 5 (completo accordo). Il punteggio medio è stato pari a 2,1.

7. Tra i rispondenti in disaccordo sono inclusi anche coloro che hanno espresso un parere neutrale (item 3).

semberebbe motivato non solo dall'attitudine ad apportare nuove competenze, ma anche dalla maggiore determinazione nel rinnovare lo spirito imprenditoriale dell'azienda, laddove, invece, manager più anziani non hanno più quella *vis imprenditiva* per dar vita a un nuovo paradigma strategico.⁸

Considerazioni differenti si possono trarre analizzando il profilo reddituale e patrimoniale delle aziende rispondenti. Piuttosto comprensibilmente, infatti, i leader che riconoscono nella crisi in corso un possibile incentivo alla sostituzione del vertice sono alla guida di imprese con una minore redditività del capitale⁹ e una minore capacità di ripagare il debito attraverso i flussi di cassa prodotti dalla gestione operativa (misurata in termini di PFN/EBITDA).¹⁰

Tabella 1 – Il ricambio al vertice in funzione del ROE e del rapporto PFN/EBITDA
(anno 2012 – valori assoluti e percentuali)

	Totale rispondenti	Disaccordo	D'accordo
ROE (%)	8,9	9,3	5,0
PFN/EBITDA	4,4	4,2	5,6

Fonte: elaborazione Osservatorio AUB.

Il timore di perdere il controllo

Attraverso la *survey* si è cercato anche di indagare se l'attuale crisi economica possa avere un impatto sulla decisione di alcune famiglie imprenditoriali di cedere il controllo dell'azienda.¹¹ Anche in questo caso l'evidenza mostra come la maggior parte dei rispondenti dubiti che *la crisi possa rendere più concreta questa possibilità*. Tale fiducia è dovuta al forte legame esistente tra famiglia e impresa e alla conseguente capacità di sopportare sacrifici economici da parte della prima pur di salvaguardare la continuità dell'azienda, vista come un *asset da lasciare in eredità* alle generazioni successive.¹²

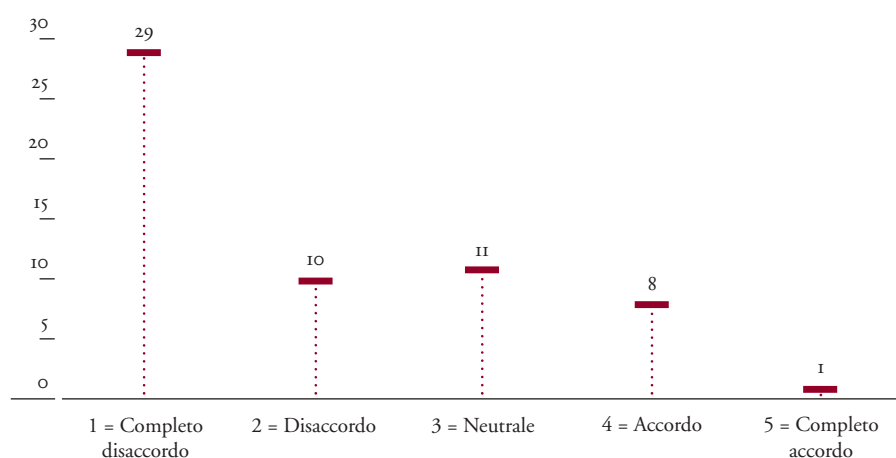


Grafico 2 – La crisi come acceleratore della possibilità di perdere il controllo dell'azienda

(anno 2012 – valori assoluti)

Fonte: elaborazione Osservatorio AUB.

Anche in questo caso i risultati più interessanti emergono analizzando le caratteristiche dei rispondenti. Per esempio, il timore di perdere il controllo appare più concreto tra i fondatori: se i rispondenti della prima generazione che ritengono più plausibile il rischio di perdere il controllo dell'azienda sono pari al 27%, tale dato scende al 13% tra i

8. G. Corbetta, *Le imprese familiari. Caratteri originali, varietà e condizioni di sviluppo*, Egea, Milano 1995.

9. Redditività del capitale proprio (ROE).

10. Posizione Finanziaria Netta (PFN) = Debiti verso banche + Debiti verso altri finanziatori - Disponibilità liquide. La base di calcolo è pari alle sole aziende con entrambi i valori di PFN e EBITDA positivi.

11. La domanda A10 del questionario recita: "La crisi renderà più concreta la possibilità di perdere il controllo dell'azienda?". Il punteggio medio è pari a 2.

12. G. Corbetta, *Le aziende familiari. Strategie per il lungo periodo*, Egea, Milano 2010.

membri delle generazioni successive. Questo risultato può essere ben spiegato da alcune recenti tendenze nella letteratura di *family business* che evidenziano come l'obiettivo principale di tali aziende sia quello di preservare il cosiddetto "patrimonio socio-emozionale" (*social emotional wealth*).¹³ Secondo questo approccio teorico, infatti, le aziende familiari si caratterizzano per il perseguimento di obiettivi anche di natura non economica, quali il senso di appartenenza dei componenti all'impresa, un ambiente che rifletta il set di valori della famiglia e la preservazione nel tempo della dinastia familiare. Il perseguimento di questi obiettivi avviene con maggior forza da parte del fondatore, mentre nelle successive generazioni tali legami di natura socio-emozionale possono allentarsi, a causa del fenomeno ineludibile della deriva generazionale.

Le differenze di percezione rispetto al timore di perdere il controllo dell'azienda sembrano poi derivare anche da aspetti legati ai comportamenti strategici e ai risultati delle imprese intervistate: coloro che mostrano maggior preoccupazione guidano aziende caratterizzate da minori investimenti in R&S rispetto alla media del settore di appartenenza, da uno scarso livello di internazionalizzazione e da una contrazione dei ricavi nel corso del 2010.

Infine, analizzando la situazione patrimoniale, si può osservare come i leader che mostrano maggiore ottimismo in merito alla continuità delle loro aziende siano stati in grado di contenere il livello di indebitamento entro limiti ragionevoli (4,1 contro 6,4 della media generale).¹⁴ Questo conferma come una struttura finanziaria più solida rappresenti per una famiglia proprietaria un aspetto chiave per ridurre la dipendenza da finanziatori esterni, che potrebbero influire sulle scelte strategiche di medio-lungo periodo e limitare in qualche misura l'autonomia decisionale della famiglia.

Tabella 2 – La possibilità di perdere il controllo dell'azienda in funzione della crescita e dell'indebitamento

(anno 2012 – valori assoluti e percentuali)

	Totale rispondenti	Disaccordo	D'accordo
Crescita (%)	9,4	11,1	1,7
Rapporto di indebitamento	4,5	4,1	6,4

Fonte: elaborazione Osservatorio AUB.

Le opzioni strategiche per superare la crisi

Un terzo aspetto considerato nel questionario analizza le possibili scelte strategiche che gli imprenditori delle aziende familiari milanesi prenderebbero in considerazione qualora la crisi dovesse rendere più concreta la possibilità di perdere il controllo dell'azienda.¹⁵

Dai dati emersi dalla *survey* si può constatare come, in un periodo di forte instabilità e incertezza, la preoccupazione principale per i rispondenti sia quella di ridurre il debito, attraverso una forte riduzione degli investimenti (2,2%), o ristrutturando il debito stesso (20,6%). La terza opzione riguarda l'apertura del capitale a investitori internazionali (19%), scelta probabilmente funzionale a un processo di internazionalizzazione. Un'altra delle strategie prese in considerazione è quella di aggregarsi con altre imprese per investire in mercati con potenziali di crescita più elevati (17,5%) o di aprire il capitale a investitori nazionali (9,5%). Coerentemente con la volontà espressa dalle famiglie di mantenere saldamente il comando delle loro aziende, tra le opzioni meno considerate troviamo la cessione della proprietà a investitori nazionali (4,8%) o internazionali (6,3%).

13. L.R. Gómez-Mejía et al., *The Bind that Ties: Socioemotional Wealth Preservation in Family Firms*, in "The Academy of Management Annuals", vol. 5, n.1, 2011, pp. 653-707.

14. Rapporto di Indebitamento = Totale Attivo / Patrimonio Netto.

15. La domanda A11 del questionario chiede: "Se in sostanziale accordo con l'affermazione sopra, quali delle seguenti opzioni state considerando?".

Analizzando in maniera più approfondita le performance delle aziende rispondenti, si osserva come in molti casi la situazione economico-finanziaria sia uno dei *driver* principali in grado di influenzare le opzioni strategiche considerate dagli imprenditori. In particolare, si evince quanto segue:

- le aziende che hanno registrato una crescita positiva sono interessate a operazioni di aggregazione finalizzate all'internazionalizzazione o all'apertura del capitale a investitori internazionali. Si può osservare come queste opzioni strategiche siano funzionali alla necessità di avere un partner straniero per l'ingresso in nuovi mercati (aprendo il capitale a investitori internazionali) o una maggiore dimensione per competere nei mercati esteri (cercando forme di alleanza di tipo *non equity*). Tale gruppo non annovera dunque la cessione del controllo tra le opzioni a disposizione per fronteggiare la crisi;
- le aziende con una redditività operativa molto alta (pari al 10%) sono quelle che mostrano maggiore interesse per l'apertura del capitale a investitori nazionali o internazionali. In questo caso le performance operative della società rendono "appetibile" l'ingresso nel capitale da parte di investitori terzi. Al contrario, le imprese con una redditività inferiore alla media ritengono prioritaria la riduzione del debito, probabilmente giunto a livelli non più sostenibili con il mutato contesto economico;
- le aziende con maggiori difficoltà finanziarie (per esempio, con un rapporto PFN/EBITDA superiore a 7) segnalano ovviamente come priorità assoluta l'abbattimento del debito, riducendo anche la spesa per investimenti ove necessario. Inoltre, è sorprendente riscontrare come anche le aziende con un rapporto di indebitamento superiore alla media considerino raramente la cessione della proprietà a gruppi nazionali o internazionali quale possibile opzione strategica.

Tabella 3 – Le opzioni strategiche a disposizione
(anno 2012 – valori assoluti e percentuali)

Opzioni strategiche	Tutte le aziende		Aziende in crescita		Aziende con ROI < media		Aziende con R.I. > media	
	N.	%	N.	%	N.	%	N.	%
Riduzione degli investimenti per evitare un indebitamento eccessivo	14	22,2	8	24,2	9	27,3	5	15,2
Ristrutturazione del debito	13	20,6	5	15,2	7	21,2	5	15,2
Apertura del capitale a investitori nazionali	6	9,5	2	6,1	2	6,1	3	9,1
Apertura del capitale a investitori internazionali	12	19,0	7	21,2	6	18,2	6	18,2
Cessione della proprietà a gruppi nazionali	3	4,8	1	3,0	1	3,0	2	6,1
Cessione della proprietà a gruppi internazionali	4	6,3	2	6,1	2	6,1	2	6,1
Aggregazione con altre imprese finalizzate all'internazionalizzazione	11	17,5	7	21,2	6	18,2	5	15,2
Totale	63 (*)	100,0	33 (*)	100,0	33 (*)	100,0	28 (*)	100,0

(*) I rispondenti hanno indicato, in alcuni casi, più di un'opzione strategica.

Fonte: elaborazione Osservatorio AUB.

La cessione del controllo nelle aziende familiari

La seconda parte del contributo intende analizzare i processi di acquisizione che nell'ultimo decennio hanno portato a un cambio di proprietà nelle aziende a controllo familiare del capoluogo lombardo. In particolare, si intende indagare se esistano dei tratti comuni tra le aziende familiari che hanno dichiarato l'intenzione di aprire il capitale o di cedere il controllo e quelle che lo hanno fatto realmente.

Le acquisizioni nella provincia di Milano

Per identificare le aziende familiari che hanno ceduto il controllo nell'ultimo decennio si è partiti dalle 793 operazioni di acquisizione avvenute nella provincia di Milano tra il 2000 e il 2010.

Attraverso un processo di selezione¹⁶ sono state individuate 38 operazioni che hanno interessato la cessione del pacchetto di maggioranza detenuto dalla famiglia proprietaria, pari al 2,5% delle aziende familiari della provincia di Milano.¹⁷

Di converso, nello stesso periodo, le operazioni di acquisizione che hanno interessato aziende non familiari sono state 103, pari al 5,2% delle aziende non familiari milanesi.¹⁸ La numerosità più contenuta dei processi di acquisizione delle aziende a controllo familiare rispetto a quelle con assetti proprietari differenti denota, in linea con i risultati emersi in precedenza dalla *survey*, la forte volontà da parte delle famiglie imprenditoriali milanesi di non perdere il controllo dell'azienda. Ove si consideri poi che sull'intero territorio nazionale le operazioni di cessione del controllo sono state pari all'1,6%,¹⁹ i dati sulle acquisizioni avvenute nella provincia di Milano testimoniano comunque una maggior vivacità nella riallocazione del controllo rispetto al resto del paese.

Tale modalità di crescita per linee esterne comporta inoltre alcune criticità anche per l'impresa acquirente: se da un lato un'acquisizione permette di ovviare alla mancanza di risorse e competenze non disponibili all'interno dell'azienda, minimizzare i tempi d'ingresso in un nuovo mercato o consolidare la propria posizione, dall'altro tali operazioni esigono passaggi e competenze critici. Tra questi, la fase di valutazione strategica, di negoziazione e di integrazione tra realtà aziendali spesso anche molto differenti richiede sia competenze specifiche per gestire il processo di integrazione post-acquisizione sia una struttura organizzativa in grado di minimizzare i costi di controllo e coordinamento.

In proposito, una prima considerazione emerge osservando l'orizzonte temporale delle operazioni di acquisizione, che sembra si siano concentrate negli anni post-crisi: 2002 e 2010. Questo trend conferma come, anche nella provincia di Milano, si sia venuto a configurare lo schema classico della *merger wave*, ossia delle "ondate" di acquisizioni a seguito di opportunità offerte dalla situazione di mercato: le aziende maggiormente capitalizzate e con una situazione finanziaria più solida, grazie anche alla riduzione dei prezzi legati alla situazione post-crisi, potrebbero essere state incentivate a sfruttare le opportunità presenti sul mercato sia al fine di diversificare il proprio portafoglio di attività per ridurre il rischio, sia di consolidare la posizione nel proprio business.

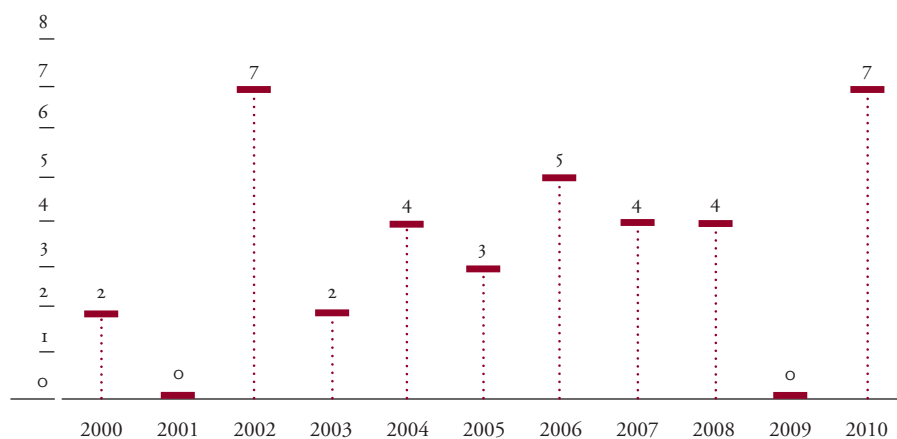


Grafico 3 – Acquisizioni nel decennio 2000-2010

(valori assoluti)

Fonte: elaborazione Osservatorio AUB.

16. Partendo dalle 793 operazioni complessivamente individuate tramite la banca dati Zephyr, sono stati eseguiti degli screening per identificare i deal relativi alle sole aziende a controllo familiare della provincia di Milano che hanno ceduto la maggioranza del capitale nel periodo 2000-2010. In particolare, sono stati effettuati quattro processi di selezione: 1) operazioni relative esclusivamente alla cessione del controllo (596); 2) aziende controllate, anche attraverso persone giuridiche, da un azionista italiano (470); 3) aziende con un fatturato superiore ai 20 milioni di euro nell'anno pre-acquisizione (105); 4) aziende controllate da una o due famiglie proprietarie (38).

17. La percentuale è stata calcolata dividendo le operazioni di cessione del controllo da parte delle aziende familiari milanesi (38) per l'intera popolazione di aziende a controllo familiare della provincia alla fine del 2008 (1.528).

18. La percentuale è stata calcolata dividendo le operazioni di cessione del controllo da parte delle aziende non familiari milanesi (103) per l'intera popolazione di aziende non familiari della provincia alla fine del 2008 (1.973).

19. La percentuale è stata calcolata dividendo le operazioni di cessione del controllo avvenute su tutto il territorio nazionale (3.417, identificate tramite la banca dati Zephyr) per l'intera popolazione di aziende con fatturato superiore a un milione di sterline presenti in Italia (fonte: AIDA). La soglia di un milione di sterline identifica la dimensione minima rilevata dalla banca dati Zephyr per monitorare le operazioni di acquisizione avvenute.

Le caratteristiche delle operazioni avvenute tra il 2000 e il 2010

Un primo aspetto da considerare riguarda gli assetti proprietari delle aziende acquirenti e di quelle acquisite. Osservando le diverse tipologie di aziende acquirenti si evidenzia come le imprese straniere abbiano giocato un ruolo rilevante, comperando circa la metà delle aziende familiari milanesi (16 su 38, il 42%).²⁰ Tale dato conferma l'attrattiva del territorio milanese anche per le multinazionali interessate a operare nel nostro paese.²¹ Se si guarda al mercato nazionale, infatti, l'incidenza delle operazioni di acquisizione realizzate da imprese straniere risulta decisamente inferiore, passando da un minimo del 15% nel 2000 a un massimo del 28% nel 2006.²²

Anche analizzando la struttura dell'assetto proprietario delle aziende acquisite si possono osservare strategie differenti in base al tipo di acquirente. In particolare, le imprese straniere prediligono società il cui controllo non sia interamente concentrato nelle mani della famiglia proprietaria (13 casi su 16), probabilmente perché le aziende con una struttura del capitale più aperta permettono di pensare a un modello di governance post-acquisizione più evoluto. Inoltre, acquisire aziende più aperte all'esterno permette di gestire più agevolmente l'integrazione tra le due realtà coinvolte nel processo.

Una caratteristica comune a tutte le operazioni riguarda la modalità di ingresso: nel caso di acquisizioni sia totalitarie sia di maggioranza, gli acquirenti prediligono l'ingresso nel capitale rilevando subito il controllo dell'azienda e non tramite l'acquisto di partecipazioni di minoranza. Questo dato conferma come chi compra abbia spesso una buona conoscenza dell'azienda acquisita e del suo posizionamento nel mercato di riferimento.

Analizzando il settore di attività delle aziende acquirenti è emerso come nella maggior parte delle operazioni avvenute (25 su 38) l'azienda target operasse nello stesso settore dell'acquirente o in business correlati.²³ Questo dato indica come le motivazioni alla base delle decisioni di acquisizione siano riconducibili in particolar modo al rafforzamento nel proprio *core business*, ossia alla volontà di consolidare il proprio posizionamento competitivo nel mercato di riferimento (per esempio, attraverso l'acquisizione di quote di mercato o di brand) o di espandere la propria posizione (per esempio, ampliando la gamma di prodotti o entrando in nuovi mercati).

A tal proposito, molti studi in materia di *corporate strategy* sono concordi nel ritenere che sia più agevole replicare il successo della propria formula imprenditoriale in business adiacenti (o correlati) piuttosto che sperimentare l'ingresso in nuove attività, rispetto alle quali sono necessarie risorse e competenze spesso anche molto differenti, nonché una struttura organizzativa più articolata per gestire gli elevati costi di controllo e coordinamento.²⁴ Secondo Porter,²⁵ il successo stesso della diversificazione si basa sul presupposto

Tabella 4 – Business delle aziende target e acquirenti
(anno 2012 – valori assoluti)

Acquirente	Target	
	Monobusiness	Multibusiness
Monobusiness	8	0
Multibusiness	20	10

Fonte: elaborazione Osservatorio AUB.

20. Le restanti acquisizioni sono state effettuate da aziende familiari (9 casi su 38), *private equity* (6 casi) e altri tipi di imprese, come enti locali o statali, coalizioni, cooperative o consorzi (7 casi).

21. Con riferimento al Rapporto 2010 dell'Osservatorio AUB (AIdAF-Unicredit-Bocconi), a cura di G. Corbetta, A. Minichilli e F. Quarato, delle 1.449 multinazionali che operano nel nostro Paese, circa il 44% sono localizzate nella provincia di Milano.

22. V. Conca, *Le acquisizioni. Valutare e gestire i processi di crescita*, Egea, Milano 2010.

23. L'identificazione dei business è avvenuta considerando i primi due digit del codice ATECO 2007 (fonte: AIDA). Sono stati considerati correlati i business con un codice ATECO differente a partire dal terzo digit.

24. C.C. Markides, P.J. Williamson, *Related Diversification, Core Competences and Corporate Performance*, in "Strategic Management Journal", vol. 15, 1994, pp. 149-165.

25. M.E. Porter, *From Competitive Advantage to Corporate Strategy*, in "Harvard Business Review", maggio-giugno 1987, pp. 43-59.

che, combinando differenti attività in aree di prodotto distinte ma correlate, sia possibile accrescere il vantaggio competitivo sia dell'impresa acquirente sia di quella acquisita.

Per analizzare a fondo le caratteristiche delle acquisizioni avvenute nella provincia di Milano, oltre al settore di attività, è utile focalizzare l'attenzione anche sulla variabile dimensionale, che spesso condiziona il successo di un'acquisizione. Dal confronto tra le dimensioni dell'acquirente e dell'acquisita si evidenzia il peso predominante delle grandi aziende (con fatturato superiore a 250 milioni di euro) tra le società acquirenti (32 casi su 38) e come permanga un notevole interesse per le acquisizioni di imprese di dimensioni inferiori: in 21 casi l'azienda target è piccola²⁶ e in 9 casi è media.²⁷ Questo fenomeno trova giustificazione nella maggiore probabilità di successo nel "digerire bocconi più piccoli", soprattutto con riferimento alle attività di integrazione, che hanno un impatto più contenuto e una durata più breve quando l'azienda da integrare è di dimensioni inferiori rispetto a quella dell'acquirente.

Le performance delle aziende acquisite a confronto con le aziende milanesi

Dal confronto tra le aziende familiari acquisite nel decennio 2000-2010 e l'intera popolazione di familiari presente nella provincia di Milano²⁸ sono emerse alcune peculiarità delle acquisite: si tratta di aziende più giovani (il 67% ha meno di venticinque anni di vita) e, in un numero molto inferiore di casi, di piccole dimensioni (circa il 30,6% ha un fatturato inferiore ai 50 milioni di euro, contro il 64% nell'intera provincia di Milano). Se da un lato dunque le aziende acquirenti risultano sempre più grandi delle acquisite, dall'altro si può affermare come l'attività acquisitiva sia un fenomeno molto limitato tra aziende di piccole dimensioni.

Tabella 5 – Fatturato dell'acquirente e del target a confronto
(anno 2010 – valori assoluti)

Fatturato acquirente (in milioni di euro)	Target (in milioni di euro)		
	Inferiore a 100	Tra 100 e 250	Superiore a 250
Inferiore a 100	3	0	0
Tra 100 e 250	2	1	0
Superiore a 250	16	8	8
Totale	21	9	8

Fonte: elaborazione Osservatorio AUB.

Tabella 6 – Confronto tra le aziende familiari milanesi e le aziende familiari acquisite
(anno 2010 – valori percentuali e assoluti)

Confronto	Aziende della provincia di Milano	Aziende acquisite
Aziende piccole (*)	64,0%	30,6%
Aziende giovani (**)	46,3%	66,7%
Tasso di crescita medio	4,2%	18,5%
ROI medio	8,2%	5,2%
ROE medio	8,2%	4,8%
Rapporto di indebitamento (***)	7,2	8,1
Presenza Familiari nel CdA	64,5%	27,2%

(*) Con fatturato inferiore ai 50 milioni di euro

(**) Con meno di venticinque anni di vita

(***) Rapporto di indebitamento = Totale Attivo / Patrimonio Netto

Fonte: elaborazione Osservatorio AUB.

26. Fatturato inferiore a 100 milioni di euro.

27. Fatturato compreso tra 100 e 250 milioni di euro.

28. Per la popolazione di aziende familiari della provincia di Milano i dati si riferiscono all'ultimo anno disponibile (2010), mentre per le aziende acquisite i dati si riferiscono all'anno pre-acquisizione.

Ulteriori spunti di riflessione provengono dall'analisi delle performance delle aziende acquisite, cresciute molto più della media nel periodo pre-acquisizione in termini di ricavi di vendita: se da un lato le aziende milanesi sono cresciute, in media, del 4,2% nel decennio analizzato, le aziende acquisite hanno registrato un tasso di crescita del 18,5% nei cinque anni pre-acquisizione. Si evince dunque come le operazioni di acquisizione avvenute nel decennio abbiano interessato aziende in forte crescita (in cinque anni superiore del 125%).²⁹

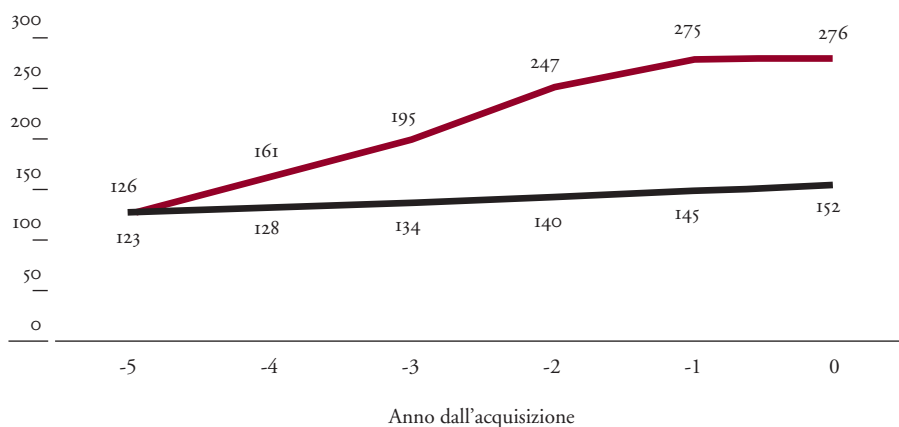


Grafico 4 – Crescita cumulata delle aziende familiari milanesi e delle aziende familiari acquisite (valori percentuali)

Fonte: elaborazione Osservatorio AUB.

— Crescita acquisite
— Crescita milanesi

Anche sotto il profilo reddituale emergono delle differenze: le aziende acquisite hanno registrato nei cinque anni pre-acquisizione performance positive, in termini sia di redditività del capitale netto (ROE) sia di redditività del capitale investito (ROI), anche se di qualche punto inferiori alla media delle aziende familiari milanesi. In particolare, la minore redditività operativa sembra imputabile all'elevata crescita del capitale investito nei cinque anni pre-acquisizione (pari, in media, al 15% circa), probabilmente a causa degli elevati investimenti necessari a supportare il trend di crescita.

Di converso, nell'anno dell'acquisizione – e in modo particolare in quello successivo – si assiste a un deciso miglioramento della redditività operativa. Questo risultato sembra in linea con una delle evidenze nella letteratura sulle operazioni di M&As, ossia un incremento dei margini di redditività post-acquisizione (in termini di ROI) tramite una riduzione del capitale investito imputabile alla dismissione di rami d'azienda o di asset non coerenti con la strategia dell'acquirente. Uno degli svantaggi tipici della modalità di crescita tramite acquisizioni consiste proprio nell'acquisto di attività e beni strumentali di scarso interesse o non coerenti con la strategia aziendale, dai quali non si può però prescindere per vincoli contrattuali.³⁰

Infine, l'analisi della situazione patrimoniale delle aziende acquisite rivela un rapporto di indebitamento di gran lunga superiore rispetto alla media della provincia di Milano. Tuttavia, se negli anni precedenti l'acquisizione il rapporto di indebitamento è cresciuto sino a raggiungere la soglia, in media, di 8,5 punti, con il cambio di proprietà si verifica una netta inversione di tendenza, con una riduzione di circa 2 punti nell'anno dell'acquisizione e di altri 2 in quello successivo. La forte riduzione del rapporto di indebitamento sembra imputabile al consistente incremento dei mezzi propri (40% circa nel solo anno di acquisizione), avvenuto tramite operazioni di ricapitalizzazione dopo il trasferimento del controllo.

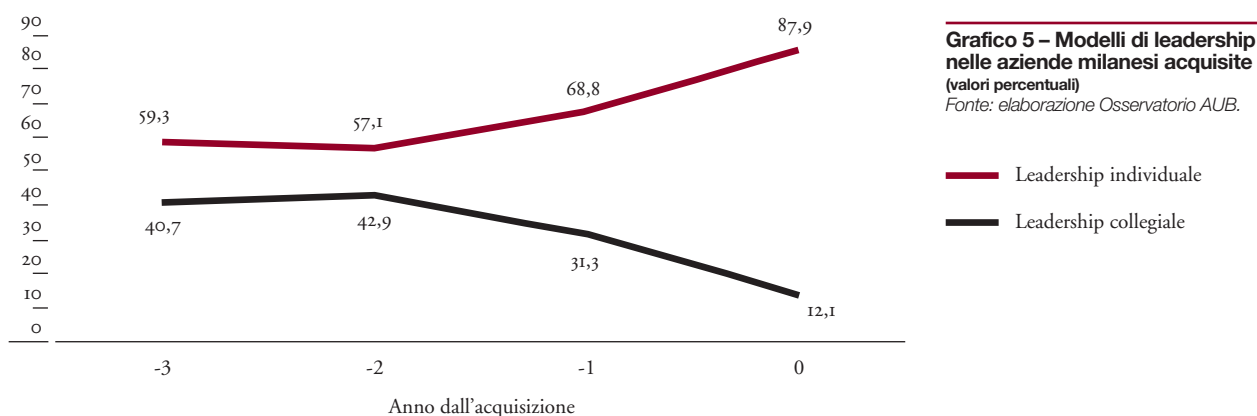
29. Crescita composta su base 100 a partire dal sesto anno precedente l'acquisizione e calcolata sui ricavi di vendita. Per il calcolo della crescita cumulata delle aziende familiari milanesi si è utilizzato il tasso medio di crescita del decennio considerato.

30. D.J. Collins *et al.*, *Corporate Strategy. Creare valore nell'impresa multibusiness*, McGraw-Hill, Milano 2007.

L'evoluzione delle strutture di governance

Le aziende acquisite hanno mostrato anche di aver dato avvio a un percorso di evoluzione delle proprie strutture di governance nel periodo pre-acquisizione. Per esempio, l'analisi evidenzia come nei tre anni precedenti tali aziende abbiano adottato in maniera crescente un modello di leadership individuale, passando dal 59% all'88% circa dei casi.³¹ Tale trend indica una forte tendenza alla semplificazione del modello di governo da parte delle famiglie imprenditoriali in vista della cessione del controllo. La motivazione principale di tale fenomeno risiede nelle criticità di un modello di leadership collegiale, che in una fase delicata per la continuità dell'azienda finirebbero inevitabilmente per acuirsi. La condivisione delle responsabilità determinata dalla co-leadership, soprattutto in una fase di transizione e di trattativa per il trasferimento del controllo, potrebbe avere un impatto negativo tanto sulla definizione quanto sull'*execution* di una strategia univoca, contribuendo a creare delle tensioni tra forme collaborative e competitive all'interno della squadra manageriale.³²

Una seconda peculiarità delle aziende acquisite riguarda la familiarità del leader aziendale. Nelle aziende che hanno ceduto il controllo si è osservata una maggiore apertura al vertice, con una percentuale di leader esterni alla famiglia proprietaria passata dal 52 al 63% nei tre anni pre-acquisizione. Per avere un termine di paragone, le aziende della provincia di Milano guidate da un leader esterno alla famiglia sono pari al 19%. Tale dato dimostra più di altri come il percorso di crescita delle aziende familiari sia spesso legato alla capacità di inserimento di manager *outsider* in grado di apportare nuove competenze.³³



Analizzando le successioni al vertice è possibile notare inoltre una bassa propensione al cambiamento nelle aziende acquisite: nei cinque anni pre-acquisizione sono avvenute soltanto 7 successioni. Al contrario, come lecito attendersi, la quasi totalità (circa l'82%) ha nominato un nuovo vertice aziendale a seguito del trasferimento del controllo.³⁴

In coerenza con quanto emerso in precedenza sul profilo del leader aziendale, anche la presenza di consiglieri familiari nel Consiglio di Amministrazione (CdA) sembra fornire spunti interessanti sul grado di apertura a membri esterni: nelle aziende acquisite i consiglieri familiari sono pari al 27% circa (contro il 65% rilevato nelle aziende della provincia di Milano). Anche in questo caso, il maggior grado di apertura del CdA può essere una delle caratteristiche che ha attratto l'interesse dei potenziali acquirenti, ri-

31. I dati si riferiscono alle 33 aziende per le quali sono disponibili le visure camerali. Due aziende sono state oggetto di acquisizione due volte nel corso del decennio e sono state analizzate soltanto con riferimento alla prima operazione.

32. D.C. Hambrick, A.A. Cannella, *CEOs who have COOs: Contingency analysis of an unexplored structural form*, in "Strategic Management Journal", vol. 25, n. 10, 2004, pp. 959-979.

33. G. Corbetta, *Le aziende familiari*, op. cit.

34. In particolare, dodici aziende hanno sostituito sia il presidente sia l'amministratore delegato, otto hanno nominato un nuovo amministratore delegato e sette un nuovo presidente.

scontrando nelle acquisite un maggior livello di managerializzazione e dunque una visione strategica meno dipendente dalle scelte della famiglia proprietaria.

Considerazioni finali

Sulla base delle considerazioni raccolte si può asserire che, di fronte a un contesto macroeconomico negativo, le aziende a controllo familiare della provincia di Milano hanno scelto di intraprendere due strade divergenti: mentre una larga maggioranza è sembrata ottimista in merito alla possibilità di superare la crisi, non prendendo quasi mai in considerazione l'ipotesi di cedere il controllo dell'azienda, solo alcune hanno deciso di massimizzare il valore derivante dalla cessione del controllo, anche se si può ragionevolmente ritenere che questa tendenza aumenterà nei prossimi anni.

Da un lato, analizzando i questionari somministrati a tutte le aziende familiari della provincia di Milano si evince infatti come la maggior parte dei rispondenti non creda che l'attuale crisi possa avere qualche impatto sul ricambio al vertice e/o possa rendere più concreto il pericolo di perdere il controllo. Tale risultato è comprensibile ove si consideri il profondo legame che esiste tra famiglia e impresa, due entità che tendono quasi a coincidere nella percezione di molti imprenditori. Secondo alcuni studiosi,³⁵ uno degli obiettivi essenziali della famiglia proprietaria risiede nel mantenimento del controllo al fine di salvaguardare la propria autonomia decisionale. In ogni caso, emergono risultati interessanti indagando le caratteristiche dei rispondenti. Sul fronte del ricambio manageriale, i più ottimisti sul fatto che la crisi economica non determinerà alcuna necessità di cambiamento sono i leader più giovani; sul fronte della cessione del controllo, qualche timore rispetto alla continuità dell'azienda sembra provenire dai membri della prima generazione, più inclini rispetto alle generazioni successive a perseguire obiettivi di natura non economica e a preservare il patrimonio socio-emozionale presente in azienda.

Dall'altro lato, esaminando le operazioni di acquisizione avvenute nel decennio appena trascorso, si evince come le aziende realmente "passate di mano" abbiano caratteristiche ben precise: si tratta di imprese che hanno sperimentato un percorso di crescita elevato, facendo ricorso al debito per finanziare gli investimenti necessari, e che hanno riposto particolare cura nel semplificare la propria struttura di vertice, mostrando una sostanziale apertura verso manager esterni. Un profilo sensibilmente diverso rispetto a quello delle aziende che hanno dichiarato una maggiore volontà di cedere il controllo. Gli imprenditori che hanno manifestato questo interesse sono infatti a capo di aziende che faticano a trovare spazi di crescita, con una situazione patrimoniale compromessa e mal posizionate a livello strategico sia sul fronte dell'innovazione tecnologica (minori investimenti in R&S) sia su quello dell'internazionalizzazione (più dipendenti dal mercato interno).

Questo parallelo testimonia una profonda differenza tra percezione e realtà di fronte alle incertezze derivanti dal complesso quadro economico. In tal senso, mentre la cessione del controllo sembra essere un'opzione strategica presa in considerazione soltanto da chi non ha (più) le caratteristiche per essere competitivo sul mercato – e dunque rappresenta probabilmente un "espediente psicologico" da parte degli imprenditori per sottrarsi alle difficoltà della crisi – l'analisi dimostra come le aziende realmente acquisite siano invece sane e di successo, capaci di rendersi interessanti soprattutto per investitori stranieri.

35. W.S. Schulze, M.H. Lubatkin, R.N. Dino, *Exploring the agency consequences of ownership dispersion among the directors of private family firms*, in "Academy of Management Journal", vol. 46, n. 2, 2003, pp. 179-194.