

**Osservatorio AIdAF-Unicredit-Bocconi (AUB)
su tutte le aziende familiari italiane
di medie e grandi dimensioni¹**

Rapporto 2014

sulle aziende familiari milanesi

Guido Corbetta, Alessandro Minichilli e Fabio Quarato

Luglio 2014

¹ L'Osservatorio AUB, nato nel 2008 e promosso da AIdAF (Associazione Italiana delle Aziende Familiari), dal gruppo UniCredit, dalla Cattedra AIdAF-E&Y di Strategia delle Aziende Familiari dell'Università Bocconi e da CCIAA Milano effettua rilevazioni annuali al fine di monitorare le strutture, le dinamiche e le performance di tutte le aziende familiari italiane con ricavi superiori a 50 milioni di Euro.

Premessa

- **PARTE I – La popolazione di riferimento**
- **PARTE 2 - Le performance economico-finanziarie**
- **PARTE 3 - Le strutture di governance**
 - I modelli di leadership
 - L'apertura verso i non familiari
- **PARTE 4 – Le aziende quotate**
- **PARTE 5 - Le opzioni per la crescita**
 - Le operazioni di acquisizione
 - Gli investimenti diretti all'estero
 - L'apertura del capitale ai fondi di Private Equity

Considerazioni finali

Premessa

Il presente rapporto di ricerca si propone di mettere in evidenza i tratti distintivi delle aziende familiari milanesi rispetto all'intera popolazione di aziende familiari presenti nel nostro Paese. L'attenzione rivolta a questo territorio trova giustificazione nel ruolo che le aziende familiari della provincia di Milano rivestono all'interno del sistema economico e produttivo del Paese: le aziende familiari milanesi rappresentano il 16% delle aziende familiari censite dall'Osservatorio AUB, e il 22% in termini di fatturato complessivo. Inoltre, il tessuto produttivo di Milano e provincia si distingue per l'alta concentrazione di aziende quotate in Borsa e la presenza di aziende di maggiori dimensioni.

Tali caratteristiche rendono il tessuto imprenditoriale milanese un terreno fertile per misurare la capacità di risposta delle aziende familiari alla crisi finanziaria degli ultimi anni. Gli effetti della crisi hanno presto raggiunto anche aree del Paese tradizionalmente più ricche, come la provincia di Milano, che si pensava potesse godere di un maggior livello di protezione per via della maggiore apertura al commercio internazionale, della presenza di competenze manageriali di prim'ordine, e del maggiore accesso al credito. A questo proposito, i dati dell'Osservatorio AUB, che analizza l'intero universo delle aziende milanesi con fatturato superiore a 20 milioni di euro, confermano come la crisi abbia investito duramente anche il tessuto produttivo di Milano e provincia: delle 3.501 aziende di queste dimensioni attive alla fine del 2008, il 24,7% (864) ha cessato di esistere entro il 2012,² e il 4,5% (160) ha ridotto il proprio fatturato sotto la soglia dei 20 milioni di euro.

A distanza di alcuni anni è possibile però verificare se alcuni dei fattori citati in precedenza, che hanno contribuito ad accrescere la competitività del tessuto milanese, possano avere un ruolo nel guidare il cammino verso la ripresa a cui il Paese sembra avviato.

Il rapporto è strutturato in quattro parti tra loro distinte e complementari. In primo luogo, verrà esaminato lo "stato di salute" del territorio milanese a distanza di un quinquennio dall'inizio della crisi finanziaria globale, effettuando un confronto con la popolazione di aziende familiari italiane monitorate dall'Osservatorio AUB.³ In secondo luogo, verrà fornito un quadro dei principali indicatori di struttura e di governo delle aziende familiari milanesi, approfondendo il binomio famiglia-impresa e i suoi riflessi sulle strutture di governance. La terza parte del rapporto è dedicata ad un approfondimento sulle aziende quotate, data la grande incidenza di tali aziende nel capoluogo meneghino. L'ultimo capitolo del rapporto è dedicato alle strategie di crescita delle aziende familiari, per capire se e in quale misura le aziende della provincia di Milano stiano sfruttando le alternative a disposizione, e quali spazi di crescita ci siano ancora per il futuro. Ai fini del presente rapporto sono state indagate tre opzioni per la crescita: le operazioni di acquisizione, l'ingresso in mercati esteri tramite investimenti diretti, e l'apertura del capitale a fondi di private equity.

² Si tratta di imprese che: i) hanno cessato la propria esistenza (o quasi), ossia che sono entrate in una procedura concorsuale (liquidazione, fallimento, concordato preventivo, amministrazione straordinaria, ecc); ii) sono state incorporate in altre realtà (confluite in altre aziende del gruppo a seguito di un processo di riorganizzazione aziendale oppure oggetto di acquisizione e fusione da parte di aziende terze).

³ Il termine di paragone sono le aziende familiari indagate nel V° Rapporto dell'Osservatorio AUB con fatturato superiore a 50 milioni di euro.

1. La popolazione di riferimento

La favorevole localizzazione territoriale, l'efficienza delle infrastrutture, la presenza di università e centri di ricerca di eccellenza, l'accesso al mercato di capitali, la propensione all'internazionalizzazione, sono elementi che hanno favorito lo sviluppo dell'area produttiva milanese rendendola attrattiva anche per l'imprenditoria internazionale. Infatti, dalle analisi effettuate sulle aziende con sede legale nella provincia di Milano e con un fatturato superiore a 20 milioni di euro alla fine del 2012, emerge come le vere protagoniste siano le aziende familiari e le filiali di multinazionali.

Partendo dalla popolazione di 2.477 aziende con fatturato superiore a 20 milioni di euro alla fine del 2012,⁴ sono state individuate 1.047 aziende familiari (corrispondenti al 42,3% del totale della popolazione oggetto di studio) e 1.029 filiali di multinazionali (pari al 41,5%). Pertanto, se da un lato le aziende milanesi sono la tipologia proprietaria più diffusa, dall'altro lato la componente internazionale rappresenta un punto di forza dell'area milanese, come testimoniato anche dal maggior numero di consolati stranieri (oltre 90) presenti nel capoluogo lombardo rispetto a tutte le altre città italiane.

Per le analisi dell'Osservatorio AUB, a partire dalle 1.047 aziende familiari attive nella provincia di Milano alla fine del 2012, ne sono state selezionate 909 rappresentative dell'intera popolazione delle aziende familiari,⁵ così suddivise:

- Il 72,7% (661) di piccole dimensioni (con fatturato compreso tra 20 e 50 milioni di euro)
- Il 27,3% (248) di medie e grandi dimensioni (con fatturato superiore a 50 milioni di euro)

Tali imprese presentano almeno quattro peculiarità se comparate all'aggregato complessivo monitorato a livello nazionale dall'Osservatorio AUB:

- una maggiore incidenza di aziende grandi: considerando le aziende con fatturato superiore a 50 milioni di euro, il 22,1% delle aziende familiari che opera nel territorio milanese ha un fatturato superiore ai 250 milioni di euro, contro il 15,9% a livello nazionale.
- una maggiore concentrazione di aziende familiari quotate: circa 1 azienda familiare quotata su 4 risiede nella provincia di Milano. Se si restringe poi l'attenzione alle sole aziende con fatturato superiore a 50 milioni di euro, l'incidenza delle aziende quotate (sul numero complessivo delle aziende) è pari al 4,4% nell'area milanese (contro il 3,5% a livello nazionale).
- una maggiore longevità aziendale: le aziende di Milano con oltre 25 anni sono pari al 52,5% (contro il 47,8% in Italia), e tale percentuale raggiunge il 56,6% nelle aziende più piccole (con fatturato inferiore a 50 milioni di euro). La maggiore anzianità aziendale è legata anche al maggior numero di aziende che sono state in grado di superare con successo almeno uno o più passaggi generazionali: oltre una azienda milanese su quattro è di terza generazione (o successive), un dato superiore di circa 8 punti rispetto alla media nazionale.
- una maggiore terziarizzazione dell'economia: sebbene la maggioranza delle aziende familiari della provincia di Milano sia attiva nell'industria manifatturiera, i settori del Commercio e dei Servizi alle Imprese registrano una maggiore presenza di aziende familiari rispetto al resto del Paese.⁶ L'economia milanese ha conosciuto infatti una maggiore terziarizzazione negli ultimi decenni, favorita anche da un processo di esternalizzazione delle attività da parte delle imprese manifatturiere di maggiori dimensioni avviatosi a partire dagli anni '70.

⁴ Come ricordato in precedenza, rispetto all'intera popolazione di 3.501 aziende milanesi con fatturato superiore a 20 milioni di euro monitorata nel 2008, 864 sono diventate inattive tra il 2009 e il 2012 e 160 aziende hanno un fatturato inferiore ai 20 milioni di euro al 31/12/2012.

⁵ Delle 1.047 aziende familiari individuate nella provincia di Milano al 31.12.2012, 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*.

⁶ Oltre il 10% delle aziende milanesi offre servizi alle imprese, contro una percentuale pari al 2,7% nell'Osservatorio AUB.

2. Le performance economico-finanziarie

Le aziende familiari sono tradizionalmente considerate un *asset* da lasciare in eredità alle generazioni successive, e la visione di lungo periodo nelle decisioni strategiche adottate dalle famiglie imprenditoriali ha spesso come obiettivo quello di salvaguardare la continuità del business e di garantire una maggiore autonomia decisionale da parte della famiglia nella gestione dell'azienda.⁷

Infatti, nonostante le grandi pressioni esercitate dalla crisi finanziaria, i dati che emergono dall'Osservatorio AUB indicano come le famiglie imprenditoriali milanesi abbiano continuato a perseguire obiettivi di lungo periodo, sacrificando la redditività di breve termine. Analizzando i dati economico-finanziari, è possibile notare come a partire dal 2008 si sia progressivamente annullato il gap di redditività – in termini di ROI - che ha caratterizzato le aziende familiari milanesi per buona parte del decennio appena trascorso.⁸ In termini di redditività del capitale netto le posizioni si invertono, e sono le aziende non familiari a mostrare una maggiore redditività negli ultimi anni, con un gap che inizia a formarsi proprio a partire dal 2008.⁹

Provando a distinguere eventuali differenze tra aziende di differenti dimensioni, emerge come siano le aziende più piccole ad aver evidenziato i maggiori segnali di difficoltà. Infatti, nonostante crisi finanziaria abbia annullato il gap di redditività operativa complessivamente esistente con le aziende non familiari, le aziende di medie e grandi dimensioni (con fatturato superiore a 50 milioni di euro) hanno conservato un gap positivo – seppur ridotto - rispetto alla media delle aziende non familiari (ed anche rispetto alla media nazionale),¹⁰ mentre nelle aziende più piccole il gap è diventato negativo.

Il significativo peggioramento della redditività degli ultimi anni ha influenzato anche la capacità delle aziende familiari milanesi di ripagare il debito tramite i flussi di cassa della gestione operativa. Si osserva, infatti, un rapporto PFN/EBITDA leggermente superiore - ma costante - rispetto alle aziende non familiari fino al 2007, mentre dall'inizio della crisi si assiste ad un progressivo deterioramento della capacità di ripagare il debito (con un rapporto PFN/EBITDA che passa da 5,0 nel 2008 a 7,1 nel 2012).¹¹

Inoltre, sulla riduzione della redditività delle aziende familiari milanesi (ed in particolare sulla redditività del capitale netto) ha probabilmente inciso anche il rafforzamento della struttura patrimoniale. La riduzione del ROE risulta connessa, da un lato, alla contrazione del reddito netto, e dall'altro ad una maggiore patrimonializzazione aziendale, come testimonia la riduzione del rapporto di indebitamento che si è registrata a partire dal 2007.¹² Di converso, le aziende non familiari mostrano una maggiore stabilità di tale rapporto, che alla fine del 2012 è superiore di 2,4 punti rispetto a quello delle aziende familiari. La scelta di puntare al rafforzamento della solidità patrimoniale tramite il conferimento di capitali propri (o più probabilmente tramite la ritenzione degli utili) deriva dall'orientamento al lungo periodo delle famiglie proprietarie, e nella conseguente maggiore predisposizione a sopportare sacrifici economici durante fasi congiunturali negative.

L'adozione di una visione di lungo termine favorisce l'esistenza di un "capitale paziente" anche a supporto della crescita: le aziende familiari del nostro Paese sono quelle che più di altre hanno risentito della fase di contrazione dell'economia, riuscendo al contempo a rispondere meglio

⁷ Miller D., Le Breton-Miller I. e Scholnick B. (2008). Stewardship vs. Stagnation: an Empirical Comparison of Small Family and Non Family Businesses. *Journal of Management Studies*. 45(1): 51-78.

⁸ Tra il 2007 e il 2009 le familiari di Milano hanno registrato una contrazione del ROI pari a 4,4 punti, passando da un ROI del 9,9% ad un 5,5%; di converso, nello stesso periodo, le aziende non familiari sono passate dall'8,4% al 6,2%, registrando una contrazione di 2,2 punti.

⁹ Se nel 2007 il gap di redditività era pari a +0,6 a favore delle aziende familiari, nel 2012 le aziende familiari registrano una redditività netta inferiore del 50% rispetto alle non familiari (2,6% vs 5,2%).

¹⁰ Le aziende familiari di medie e grandi dimensioni hanno registrato un ROI superiore rispetto a.

¹¹ La Posizione finanziaria netta (PFN) è calcolata come differenza tra la posizione debitoria complessiva (debiti verso banche ed altri finanziatori) e le disponibilità liquide; ne consegue che valori della PFN inferiori a zero segnalano una situazione di liquidità ovvero di eccedenza delle disponibilità liquide. Il rapporto è calcolato per le sole aziende con entrambi i valori di PFN e EBITDA positivi (fonte AIDA).

¹² Il rapporto di indebitamento è passato da 7,3 nel 2007 a 5,6 nel 2012.

ai primi segnali di ripresa. In questo scenario, le aziende familiari milanesi hanno mostrato per certi versi una dinamica simile: nel 2009 e nel 2012 hanno registrato tassi di crescita inferiori alle aziende non familiari, mentre negli anni di congiuntura positivi (fino al 2007) e di fronte ai primi segnali di ripresa (nel biennio 2010-11) hanno registrato dinamiche premianti.¹³

Analizzando separatamente la popolazione di aziende familiari nelle due classi dimensionali (con fatturato compreso tra 20 e 50 milioni di euro e maggiore di 50 milioni di euro), è possibile osservare come la crescita sia stata trainata dalle aziende di maggiori dimensioni. Le aziende più piccole, pertanto, mostrano segnali di difficoltà nel recupero di competitività non soltanto in termini di redditività, ma anche di crescita.

L'orientamento al lungo periodo delle aziende familiari emerge anche analizzando la dinamica dell'occupazione: nonostante le difficoltà imputabili alla crisi finanziaria, le familiari milanesi hanno mostrato un saldo positivo (del 4,5%) degli occupati tra il 2007 e il 2012. Nonostante tale incremento nasconda delle differenze tra aziende di dimensioni differenti (-5,5% le aziende piccole vs +11,1% quelle medio grandi), le aziende familiari hanno mostrato una maggiore capacità di generare occupazione rispetto alle aziende non familiari sia di piccole (-14,8%) che di medie e grandi dimensioni (+6,9%). In una fase recessiva dell'economia, tale dato è indice di una politica aziendale a sostegno e difesa del capitale umano e sociale presente in azienda.

3. Le strutture di governance

3.1. I modelli di leadership

L'analisi dei modelli di leadership adottati dalle aziende familiari milanesi mette in evidenza una maggiore propensione verso strutture tradizionali ed individuali,¹⁴ ed in particolare verso il modello con un singolo Amministratore Delegato (AD). Inoltre, si rileva come al crescere della dimensione le aziende della provincia di Milano tendano ad adottare modelli più strutturati: le aziende milanesi di minori dimensioni si sono orientate verso strutture più semplici (il 20,7% implementa il modello dell' Amministratore Unico), mentre le aziende familiari di medie e grandi dimensioni si orientano in misura superiore verso il modello con un singolo AD (35,7%). La propensione delle aziende di Milano ad avvalersi di modelli di leadership individuale sembra trovare giustificazione nella maggiore rapidità decisionale che tale modello è stato in grado di assicurare, soprattutto in periodi di crisi: l'evidenza empirica dimostra come tali modelli abbiano favorito performance reddituali superiori, soprattutto nelle imprese di medie e grandi dimensioni.¹⁵

Per contro, le aziende guidate da un team di Amministratori Delegati sono meno diffuse nelle aziende di Milano rispetto alla media nazionale,¹⁶ nonostante tra il 2002 e il 2010 un maggior numero di aziende - soprattutto di medie e grandi dimensioni - si siano orientate verso un modello collegiale.¹⁷

¹³ I tassi di crescita delle aziende familiari sono stati pari al 10,4% nel 2010 e al 3,8% nel 2011, contro tassi di crescita pari, rispettivamente, al 6,1% e al 2,4% per le aziende non familiari.

¹⁴ Circa il 70% delle familiari di Milano hanno optato per il modello di governo di Amministratore Unico (AU) o Presidente Esecutivo (PE) o Amministratore Delegato (AD).

¹⁵ La leadership individuale ha registrato un ROE medio nel periodo 2004-2010 pari al 7,6% nelle aziende di piccole dimensioni (contro il 6,6% della leadership collegiale), mentre nelle aziende di medie e grandi dimensioni la leadership individuale ha registrato un ROE medio pari al 10,9% (contro l'8,8% della leadership collegiale).

¹⁶ Il 30,9% delle familiari di Milano di piccole dimensioni e il 32,8% di quelle medie e grandi hanno optato per la leadership collegiale, contro il 35,5% delle aziende monitorate dall'Osservatorio AUB.

¹⁷ Tra le milanesi di piccole dimensioni i modelli di leadership collegiale sono passati dal 27% nel 2002 al 31% nel 2010, mentre nelle aziende di medie e grandi dimensioni sono passati dal 25% al 33% nello stesso periodo di tempo.

Indagando le dinamiche di leadership emerge, inoltre, come circa la metà delle aziende familiari milanesi siano state interessate da un ricambio al vertice nell'ultimo decennio. Il maggior numero di successioni sembra avvenuto nelle aziende di medie e grandi dimensioni tra il 2006 e il 2010, un quinquennio nel quale il ricambio manageriale nelle aziende milanesi è stato costantemente superiore rispetto a quanto avvenuto nel resto del Paese.¹⁸

Il maggior ricambio al vertice, sintomo del maggior dinamismo che ha caratterizzato le aziende milanesi soprattutto negli ultimi anni, ha portato le aziende milanesi ad affidare la guida dell'azienda a leader mediamente più giovani. Tale scelta sembra ragionevole anche tenendo conto della relazione negativa che si ricava tra l'età del leader aziendale e le performance aziendali: aziende guidate da leader con età inferiore ai 50 anni sembrano conseguire performance superiori in termini di ROE, soprattutto nelle aziende di maggiori dimensioni.¹⁹

3.2. L'apertura verso i non familiari

Fotografando le aziende familiari milanesi al 2010, si nota una forte propensione ad affidare ruoli di comando a membri della famiglia: il 72,1% adotta un modello di leadership familiare. La dimensione è però un elemento che impatta sulla partecipazione della famiglia proprietaria in posizioni apicali: nelle aziende con fatturato inferiore a 50 milioni di euro il vertice aziendale è familiare in circa 3 casi su 4 (76,0%), mentre nelle aziende di maggiori dimensioni la percentuale di leader familiari è pari al 61,3%. Tale dato è inferiore di 10 punti rispetto al dato nazionale (71,3%), e dimostra una maggiore apertura nei confronti di manager esterni alla famiglia nelle aziende milanesi.

Pertanto, se nelle aziende di piccole dimensioni sembra prevalere la volontà di mantenere una maggiore autonomia decisionale, le aziende di maggiori dimensioni mostrano una progressiva apertura al vertice negli ultimi anni.²⁰ Tale tendenza è confermata anche dal trend delle successioni avvenute nell'ultimo decennio, caratterizzate da un maggior ingresso di leader non familiari alla guida delle aziende milanesi. Sembrerebbe dunque che nelle aziende milanesi si sia iniziato a guardare con favore all'ingresso di manager non familiari, probabilmente spinti dal mutato contesto competitivo, che in molti casi ha imposto la ricerca di figure manageriali esperte per fronteggiare la crisi in corso.

Nel tentativo di comprendere al meglio gli assetti ottimali di governo e di leadership delle aziende familiari, si è scelto di classificare i modelli di vertice "non familiari" nelle seguenti due categorie: i) "puramente esterni" (Pure Outside), ovvero con una leadership (individuale o collegiale) totalmente esterna alla famiglia di controllo; ii) "misti" (Mixed), ossia con una compresenza (nei modelli collegiali) di leader familiari e non. Anche in questo caso la dimensione si conferma una variabile che incide sulla scelta del modello di leadership: i modelli "Pure Outside" sono diffusi nel 24,6% delle aziende milanesi di maggiori dimensioni, contro il 13,9% delle aziende di piccole dimensioni. Il risultato forse più interessante emerge però analizzando la relazione tra apertura al vertice e performance aziendali. Infatti, nelle aziende di piccole dimensioni i modelli c.d. "puri" sembrano essere i più performanti,²¹ mentre nelle aziende di maggiori dimensioni sono le aziende con un modello "Pure Outside" a registrare performance più elevate. Tali risultati permettono di sviluppare una duplice riflessione: da un lato, i modelli "mixed" sono quelli meno performanti a prescindere dalla dimensione aziendale, probabilmente per via delle maggiori difficoltà derivanti da una convivenza al vertice tra familiari e non familiari; dall'altro lato, le aziende milanesi di maggiori

¹⁸ Le aziende di maggiori dimensioni hanno registrato un turnover al vertice pari in media al 6,2% tra il 2006 e il 2010, contro il 5,2% a livello nazionale.

¹⁹ Le aziende guidate da un leader giovane hanno realizzato un ROE medio pari a 9,5%, contro l'8,1% realizzato dalle aziende con un leader ultracinquantenne. Tale evidenza è più forte nelle aziende di medie e grandi dimensioni, dove i leader giovani hanno registrato un ROE medio pari al 14,2% tra il 2003 e il 2010.

²⁰ La percentuale di aziende di medie e grandi dimensioni con una leadership familiare è passata dal 65,6% nel 2002 al 61,3% nel 2010.

²¹ Con il termine "puri" si fa riferimento sia al modello "Pure Outside" che al modello "Pure Family", ovvero con una leadership (individuale o collegiale) familiare.

dimensioni dimostrano di saper gestire al meglio manager esterni alla famiglia.

In coerenza con quanto emerso dalle analisi sul profilo del leader aziendale, anche il dato sulla presenza di consiglieri non familiari nel Consiglio di Amministrazione (CdA) consente di fornire qualche indicazione sul grado di apertura verso l'esterno delle aziende familiari milanesi. I consiglieri non familiari sono pari al 29,0% nelle aziende di piccole dimensioni, e al 42,8% in quelle di maggiori dimensioni (un dato superiore di 8,5 punti rispetto alla media nazionale). La maggiore presenza di consiglieri non familiari (insieme alla maggiore apertura nei confronti di leader esterni alla famiglia proprietaria) sembra far emergere come le aziende familiari milanesi abbiano ben compreso l'importanza del loro contributo in termini di conoscenze e competenze specifiche. In termini di performance, questa maggiore apertura sembra essersi tradotta in una maggiore resistenza alle sollecitazioni della crisi, almeno nelle aziende di maggiori dimensioni.²² Tale risultato è imputabile con ogni probabilità ad una maggiore capacità da parte delle aziende milanesi di selezionare e gestire in modo più efficace professionalità esterne alla famiglia.

4. Le aziende quotate

La scelta di rivolgere l'attenzione alle aziende quotate in Borsa, come già anticipato in precedenza, nasce dalla rilevanza che tali aziende hanno sul territorio milanese rispetto ad altre province italiane. La significativa presenza di società quotate in Borsa trova origine nelle caratteristiche di quest'area territoriale, che si distingue sia per la sua apertura internazionale che per la sua dinamicità, offerta e capacità di attrarre capitali. Alcune sintetiche evidenze che vengono illustrate sembrano derivare da scelte manageriali e imprenditoriali anche profondamente differenti rispetto a quelle compiute da aziende familiari che, seppur appartenenti alla stessa provincia, non sono quotate su un mercato regolamentato.

In primo luogo, le aziende quotate milanesi si contraddistinguono, da un lato, per la maggiore dimensione (1 azienda su 2 ha un fatturato superiore a 250 milioni di euro), e dall'altro per la minore longevità aziendale (circa il 70% ha meno di 25 anni, contro il 44% circa delle aziende milanesi non quotate). In secondo luogo, dai dati dell'Osservatorio emerge come tali aziende abbiano una struttura proprietaria concentrata: soltanto il 21,7% di esse ha un controllo familiare inferiore al 50%.

Anche sotto il profilo delle strutture e dei meccanismi di *governance* le aziende quotate mostrano alcune peculiarità. In particolare, la preferenza per i modelli di leadership individuale è ancora più marcata tra le aziende quotate: i dati mostrano come il 78,3% delle aziende familiari milanesi quotate in un mercato regolamentato abbia affidato un ruolo di comando ad un singolo Amministratore Delegato. Soltanto l'8,7% delle aziende ha optato per una leadership collegiale, nonostante la *co-leadership* sia considerata più indicata per aziende caratterizzate da una maggiore dimensione e complessità aziendale. Infatti, la suddivisione dei compiti e delle responsabilità tra più soggetti, caratteristiche distintive della *co-leadership*, potrebbero portare ad una maggiore complessità decisionale. Di converso, l'identificazione di un chiaro leader al vertice permette un dialogo più efficace con tutti gli *stakeholders*, garantendo un processo decisionale più snello ed efficiente.

Passando ad analizzare le caratteristiche della leadership, due sembrano essere le peculiarità delle aziende quotate. In *primis*, l'apertura nei confronti di leader esterni alla famiglia risulta superiore alla media della provincia (di circa 15 punti).²³ Infatti, la quasi totalità delle aziende quotate ha un CdA composto in maggioranza da consiglieri non familiari, e in una azienda su cinque il CdA è composto esclusivamente da consiglieri non familiari. In secondo luogo, le aziende quotate di Milano

²² Le milanesi di piccole dimensioni con CdA chiusi hanno registrato un ROE medio del 7,7% nel periodo 2010-2010, rispetto al 6,2% di quelle con un CdA aperto. Di converso, le aziende di medie e grandi dimensioni con CdA aperto hanno registrato un ROE medio pari al 10,1%, contro l'8,4% conseguito da quelle con CdA chiuso.

²³ Nelle aziende quotate, seppur in aumento, la percentuale di leader familiari alla fine del 2010 si attesta al 56,5%, mentre nella provincia di Milano i leader familiari sono pari al 72,4%.

sono guidate da leader mediamente più giovani: quasi il 40% ha un leader con meno di 50 anni, e non è presente nessun leader “anziano” al vertice (con oltre 70 anni).

Infine, i dati che provengono dall'Osservatorio AUB indicano una situazione di stabilità piuttosto che di crescita della partecipazione femminile al governo e alla gestione delle aziende familiari milanesi, e la situazione non sembra essere molto differente per le aziende quotate. Lo dimostrano i dati sull'incidenza dei consiglieri donna sul totale dei membri del CdA, passata dall'8,2% nel 2002 al 7,6% nel 2010. Anche nelle aziende non quotate della provincia l'incidenza delle donne è stabile, anche se superiore (21%), ma il divario è imputabile ad una dimensione media del CdA delle aziende quotate quasi doppia rispetto a quella delle aziende non quotate.

5. Le opzioni per la crescita

La contrazione della domanda interna che ha colpito i consumi a partire dal 2007 impone un cambiamento delle scelte strategiche, in particolar modo per quelle aziende che operano in un mercato più esposto alla competizione internazionale. Se fino al 2007 la scelta di crescere tramite acquisizioni poteva essere una opzione riservata ad aziende con una forte vocazione per la crescita, la crisi che ha investito il Paese negli ultimi anni impone una riflessione su questa opzione strategica da parte di tutte le aziende. Altre due leve strettamente collegate alla capacità di crescita sono la strategia di internazionalizzazione e l'apertura del capitale ad un fondo di investimento. L'ingresso (o il presidio) di mercati esteri, tramite investimenti diretti all'estero, e la ricerca di nuove risorse da investire tramite l'intervento di un fondo di private equity, infatti, possono incentivare l'avvio di un percorso di crescita.

Si è pertanto indagato se e in quale misura le aziende familiari di Milano abbiano implementato tali strategie nel corso degli ultimi anni, circoscrivendo l'analisi alle aziende con fatturato superiore a 50 milioni di euro, ed utilizzando come *benchmark* i dati nazionali dell'Osservatorio AUB.

5.1. Le operazioni di acquisizione

La prima opzione per crescere è senz'altro quella rappresentata dalle acquisizioni, che permette all'impresa di espandersi in nuovi mercati o di consolidare la propria posizione nei mercati già presidiati. A tale proposito, si rileva come le aziende familiari della provincia di Milano mostrino una maggiore propensione per le operazioni di crescita esterna: il 17,5% delle familiari milanesi ha realizzato almeno una acquisizione nel periodo 2000-2012, mentre a livello nazionale la percentuale di aziende familiari che ha effettuato almeno una acquisizione è pari all'11,7%. Inoltre, non sono poche le aziende milanesi ad aver effettuato almeno tre acquisizioni nell'ultimo decennio (oltre 1 azienda su 3).

Il numero totale delle aziende acquisite (252) permette di rilevare una media pari a 3,3 acquisizioni per azienda (contro una media a livello nazionale pari a 2,7), confermando una maggiore proattività da parte delle aziende milanesi.

Analizzando le caratteristiche delle aziende cresciute tramite acquisizioni si evidenzia una forte similitudine tra le aziende milanesi e le aziende AUB. In particolare:

- le aziende di maggiori dimensioni mostrano una maggiore propensione ad attuare strategie di crescita per vie esterne (il 43,5% delle aziende Acquiror ha un fatturato superiore ai 250 milioni di euro nella provincia di Milano, e il 50,3% a livello nazionale);
- le aziende Acquiror prediligono modelli di governo più strutturati e complessi rispetto alle imprese che non hanno effettuato acquisizioni: i modelli di leadership caratterizzati dalla presenza di uno o più Amministratori Delegati costituiscono circa l'85% dei casi nella provincia di Milano (e l'83% a livello nazionale);
- la partecipazione della famiglia proprietaria tende a disincentivare l'implementazione di strategie di crescita esterna, e tale evidenza sembra rafforzarsi nell'area milanese. Le aziende

più propense ad attuare acquisizioni sono quelle in cui il controllo della famiglia è inferiore al 100%,²⁴ la percentuale di consiglieri familiari è inferiore alla media,²⁵ e la leadership è affidata ad un manager esterno alla famiglia. Tale risultato è probabilmente dovuta alla volontà di preservare i benefici derivanti della proprietà esclusiva, nella mancanza di competenze manageriali per gestire efficacemente le fasi di integrazione e di post-acquisizione, e nella minore propensione al rischio dei membri della famiglia proprietaria.

Spostando l'attenzione sulle performance, i dati dell'Osservatorio indicano come le società Acquiror abbiano conseguito performance reddituali più elevate delle altre, soprattutto a partire dal 2009. In particolare, sono le aziende che hanno realizzato un numero di acquisizioni superiore alla media a trarre maggior vantaggio in termini di redditività, probabilmente perché iniziano a beneficiare anche di un ritorno di lungo periodo dagli investimenti effettuati.²⁶ Inoltre, proprio tali aziende mostrano una migliore capacità di ripagare il debito, probabilmente perché la redditività addizionale prodotta dalle aziende target è superiore al debito acceso per finanziare le acquisizioni.

In sintesi, i dati dimostrano come le aziende familiari milanesi cresciute per vie esterne abbiano risposto in modo efficace alla crisi finanziaria, soprattutto nei casi in cui non si siano limitate a realizzare una sola operazione. Pertanto, le maggiori competenze derivanti dalla maggiore apertura verso manager esterni delle aziende milanesi sembrano riflettersi non soltanto in un maggior numero di acquisizioni, ma anche in una maggiore capacità di gestire i processi di acquisizione e le fasi di integrazione post-acquisizione.

5.2. Gli investimenti diretti all'estero

La seconda opzione per la crescita, favorita dalla progressiva liberalizzazione e globalizzazione dei mercati, è quella di espandere la propria attività oltre confine per presidiare i mercati di sbocco. Dall'analisi dei bilanci aziendali si evince come circa il 57,5% delle aziende familiari della provincia di Milano abbia nel proprio attivo almeno una partecipazione diretta all'estero (IDE). Se si considera che a livello nazionale le aziende familiari con IDE sono pari al 48,3%, è evidente una maggiore propensione verso le strategie di internazionalizzazione delle aziende milanesi. Inoltre, quasi una azienda su quattro detiene oltre 10 partecipazioni all'estero.

Tale propensione sembra giustificata anche dalla maggiore dimensione delle aziende milanesi, in quanto le strategie di internazionalizzazione sono legate alla dimensione aziendale: sia nella provincia di Milano che a livello nazionale, infatti, si rileva come le aziende di minori dimensioni siano quelle meno internazionalizzate (con IDE).

È interessante rilevare anche la distribuzione settoriale degli investimenti effettuati all'estero: sebbene le aziende dell'area milanese siano meno presenti nell'industria manifatturiera, come rilevato in apertura, i principali settori in cui hanno investito (all'estero) sono quelli del Commercio e del Manifatturiero, in linea con quanto rilevato anche a livello nazionale.

Se si rivolge poi l'attenzione alle aree geografiche verso le quali sono stati indirizzati gli investimenti, diventa chiara anche per le aziende milanesi l'opportunità di cambiare il focus geografico. Con il 56% delle partecipate estere, l'Europa - ed in particolare l'Europa occidentale - continua a rimanere la meta più ambita.²⁷ Seppur comprensibile, questo trend evidenzia un certo ritardo - probabilmente soprattutto di ordine culturale - nell'approdare con decisione su mercati emergenti. Infatti, analisi ulteriori dimostrano come un maggior ritardo sia attribuibile soprattutto a

²⁴ Le aziende milanesi con un controllo familiare inferiore al 100% hanno effettuato, in media, 4,5 acquisizioni nel periodo 2000-2012, mentre le aziende con un controllo totalitario registrano una media di 1,8 acquisizioni.

²⁵ Le aziende milanesi con una presenza di membri della famiglia superiore alla media hanno effettuato, in media, 2,2 acquisizioni nel periodo 2000-2012, contro una media pari a 4,4 nelle aziende con una presenza di consiglieri familiari inferiore alla media.

²⁶ Ai fini delle presenti analisi il numero medio di acquisizioni è relativo al periodo 2006-2012 oggetto di analisi.

²⁷ A livello nazionale gli IDE in Europa sono pari al 59%.

due fattori:

- l'adozione di modelli di governo meno strutturati; basti pensare che quasi 1 azienda (senza IDE) su 2 è guidata da un Amministratore Unico o da un Presidente Esecutivo (contro il 27% delle aziende con IDE)
- la minore apertura verso i non familiari; a livello di leadership, infatti, sono minori le aziende (senza IDE) che adottano un modello "Pure Outside",²⁸ ma anche a livello di CdA l'apertura verso l'esterno sembra essere uno stimolo per l'internazionalizzazione (il 77,8% delle aziende milanesi con IDE ha almeno un consigliere non familiare nel CdA, contro il 69,2% delle altre).

5.3. L'apertura del capitale ai fondi di Private Equity

Il private equity ha acquisito nel corso degli ultimi anni un ruolo di primo piano fra le possibili forme di finanziamento per le imprese. In un periodo dove il fabbisogno di liquidità e il ricorso al debito bancario appaiono difficoltosi, l'attività svolta dagli operatori di private equity può avere un ruolo complementare ai canali tradizionali, in grado di fornire risorse fresche da investire per rilanciare il percorso di crescita.

Nonostante il mercato italiano fosse – almeno fino alla fine degli anni '90 – tendenzialmente nuovo ad operazioni di questo tipo, nell'ultimo decennio è stato possibile osservare un discreto numero di operazioni di private equity,²⁹ e i dati dell'Osservatorio indicano come la provincia di Milano sia stata una delle aree geografiche più ricettive per questa tipologia di investimenti: circa il 30% dei deals ha avuto ad oggetto un'azienda con sede nella provincia di Milano, per un capitale investito totale pari a 5,8 miliardi di euro (il 30,8% del totale). Si tratta di una incidenza superiore all'incidenza stessa delle aziende presenti nel territorio milanese,³⁰ e la maggiore disponibilità di risorse qualificate e di competenze manageriali presenti sul territorio sono certamente fattori che hanno contribuito ad accrescere l'interesse degli investitori.

Ponendo l'attenzione sulle aziende familiari - la categoria maggiormente interessata da questo tipo di operazioni³¹ - è possibile rilevare come l'ingresso di un fondo di private equity abbia determinato una trasformazione dei modelli più semplici: se prima del deal circa la metà delle aziende familiari milanesi era guidata da un Amministratore Unico o da un Presidente Esecutivo, in seguito all'entrata del fondo le aziende guidate da un Amministratore Unico sono passate dal 24,1% al 5,3%, mentre quelle guidate da un Amministratore Delegato sono cresciute dal 30,3% al 51,6%. Analogamente a quanto osservato in precedenza nelle aziende quotate, gli investitori sembrano prediligere modelli di leadership più strutturati (con la presenza di un AD che affianca il Presidente), ma comunque di tipo individuale per avere un unico soggetto con cui relazionarsi e discutere le strategie aziendali da implementare.

Dal punto di vista delle performance,³² i dati dell'Osservatorio confermano l'importanza e il ruolo fondamentale che i fondi di private equity hanno avuto nel sostenere il processo di crescita delle aziende milanesi (+36% in tre anni). In quest'ottica, e data la minore disponibilità rispetto al passato degli istituti di credito a supportare gli investimenti necessari per la crescita, si ritiene che le aziende familiari del territorio debbano sfruttare maggiormente tale opportunità, considerando anche che molte aziende milanesi (come osservato in precedenza) hanno modelli di governance più in linea con le best practices in materia e, di conseguenza, soddisfano molte delle caratteristiche a cui gli investitori sono soliti prestare particolare attenzione.

²⁸ Le aziende milanesi con un modello "Pure Outside" sono pari al 22,0% tra quelle senza IDE e al 33,0% in quelle internazionalizzate.

²⁹ Tra il 2000 e il 2011 sono state rilevate 1.030 operazioni di private equity in Italia, per un capitale investito pari a circa 20,5 miliardi di Euro.

³⁰ Le medie e grandi aziende industriali milanesi rappresentano circa il 24% delle aziende italiane (Fonte: AUB).

³¹ I deals che hanno interessato aziende controllate da una famiglia sono il 42,0% nel territorio milanese.

³² Per valutare i risultati di performance si è valutata la differenza fra la media dei tre anni successivi e la media dei tre anni precedenti l'ingresso del fondo.

Considerazioni finali

La rappresentazione fornita sembra restituire un quadro abbastanza articolato del tessuto produttivo milanese, dal quale emerge un territorio particolarmente dinamico ed innovativo, che costituisce un importante punto di riferimento per l'attività economica italiana nonché uno stabile polo attrattivo per gli interessi economici internazionali.

Le aziende familiari della provincia di Milano costituiscono una porzione significativa dell'economia nazionale, e presentano forti analogie con l'intera popolazione italiana di aziende familiari, ma anche alcune importanti differenze. Ciò è particolarmente vero sul fronte delle performance, dove le aziende familiari milanesi rappresentano un propulsore per lo sviluppo e la stabilità dell'economia del capoluogo lombardo. Infatti, seppur hanno risentito maggiormente della crisi finanziaria che ha colpito il Paese nel 2009, hanno reagito meglio ai primi segnali di ripresa dell'economia, e hanno mostrato una maggiore attenzione nella tutela dei posti di lavoro. La proprietà familiare è infatti per sua natura maggiormente disposta, almeno nel breve periodo, a sopportare sacrifici economici durante cicli economici avversi, essendo più orientata ad obiettivi di lungo periodo quali il mantenimento del controllo e la salvaguardia del "capitale sociale" presente in azienda. Nonostante le pressioni esercitate dalla crisi economica, le aziende familiari mostrano un rafforzamento della propria solidità patrimoniale, in virtù di un "capitale paziente" per affrontare la crisi.

Alcune differenze emergono invece laddove si prendano in considerazione le strutture di leadership e di governo: le aziende familiari milanesi mostrano infatti una maggiore apertura dei vertici aziendali a soggetti esterni alla famiglia di controllo rispetto a quanto accade nel panorama nazionale, e ciò sembra esser vero in modo particolare nelle aziende quotate in Borsa. La maggior apertura verso manager esterni trova le proprie origini in un serbatoio di risorse qualificate e di competenze manageriali presenti sul territorio, che certamente rappresenta una delle risorse che qualificano l'attrattività di Milano e provincia.

La proattività delle aziende familiari della provincia milanese trova riscontro anche nella maggiore propensione ad implementare strategie di crescita esterna, nel presidio diretto dei mercati esteri e nella capacità di attrarre investimenti da parte dei fondi di private equity, e una maggiore managerializzazione degli organi di governo sembra essere uno degli stimoli per procedere lungo tali direttrici.

In tal senso, se da un lato le evidenze di questo rapporto confermano l'importanza per tutte le aziende familiari di recuperare una maggiore competitività, dall'altro l'analisi delle strutture di governo e delle strategie di crescita adottate dalle aziende familiari milanesi rappresentano uno spunto per tutte quelle aziende che stanno affrontando con successo la difficile congiuntura economica.