ISSN 2385-2275

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI
DI PERUGIA

Working papers of the
Department of Economics
University of Perugia (IT)

Come superare la "crisi" in famiglia

Riflessioni sulle performance dei gruppi italiani quotati

Roberta Guerrieri

Simone Terzani

Working paper No. 19

December 2015

Come superare la "crisi" in famiglia

Riflessioni sulle *performance* dei gruppi italiani quotati

Simone Terzani

Roberta Guerrieri[1]

University of Perugia, Department of Economics, Perugia, Italy

e-mail: simone.terzani@unipg.it

Abstract

Nell'ambito dei gruppi d'imprese, il modello public company è stato per molto tempo considerato l'unico paradigma in grado di allocare le risorse in modo efficiente e di indirizzare più efficacemente le imprese verso obiettivi di creazione del valore. Numerosi filoni di studi, tuttavia, attestano che un'elevata percentuale di società, anche quotate, è caratterizzata da una forte concentrazione dell'azionariato nelle mani di uno o più soggetti, spesso membri di una dinastia imprenditoriale familiare, con performance economico-finanziarie degne delle public company.

Nel presente lavoro, basandoci sulle premesse teoriche sopra indicate, si riportano i risultati dell'analisi empirica che abbiamo condotto sulle performance economico-finanziarie di un campione di 120 gruppi, familiari e non, quotati al Mercato Telematico Azionario di Borsa Italiana nel decennio 2002-2011. L'orizzonte temporale indagato ha permesso di confrontare le due categorie di gruppi nel periodo pre-crisi (2002-2006) e in quello di crisi (2007-2011) evidenziando per i gruppi familiari notevoli difficoltà all'inizio della crisi ma anche una maggior capacità di ripresa rispetto ai gruppi non familiari.

Il presente lavoro vuol così contribuire al filone di studi sulle imprese familiari volto a dimostrare la capacità dei family business di sapersi consolidare nel tempo e di riuscire a raggiungere livelli di performance elevati, confrontabili, se non superiori, con quelli raggiunti da altre imprese con strutture azionarie diverse.

[1] Il presente lavoro, pur essendo frutto di un'attività di studio e di ricerca congiunta, può essere attribuito al Prof. S. Terzani per quanto riguarda i paragrafi 1, 3, 4, 4.1 e alla Dott.ssa R. Guerrieri per quanto riguarda i paragrafi 2, 4.2 e 5.

1. Introduzione

Il presente lavoro vuole indagare le *performance* dei gruppi familiari, cioè di quei gruppi in cui i membri di una famiglia detengono il capitale di controllo ed esercitano, direttamente o indirettamente, i poteri di governo e di direzione sulla *holding* del gruppo.

Diversi studi, nel tempo, hanno provato a dimostrare la superiorità del capitalismo familiare rispetto al modello *public company* (Montemerlo, 2000; Tiscini, 2001; Corbetta, Minichilli, 2005; Cinque, 2006; Viganò, 2006) giungendo, in alcuni casi, alla conclusione che il *family business* è un modello adatto soltanto per le realtà di piccole o medie dimensioni. La storia e l'esperienza empirica, tuttavia, consentono di mettere in dubbio queste conclusioni: soprattutto, ma non solo, in Italia, le imprese familiari di grandi e grandissime dimensioni sono numerose e la loro rilevanza economica è universalmente riconosciuta.

Nonostante esistano numerose pubblicazioni sul *family business*[2], tuttavia, non sono molti gli studi in letteratura che analizzano la portata del fenomeno dei *family business groups* (Corbetta, 1995; Birley, Ng, Godfrey, 1999; Basco, Perez Rodriguez, 2010). Inserendosi in questo filone di studi, il presente lavoro intende dimostrare la capacità dei *family business* di sapersi consolidare nel tempo e di riuscire a raggiungere livelli di *performance* elevati, paragonabili a quelli raggiunti dai gruppi caratterizzati da strutture azionarie differenti.

I risultati dell'indagine empirica da noi condotta su 120 gruppi italiani quotati al Mercato Telematico Azionario di Borsa Italiana per il periodo 2002-2011 confermano le buone *performance* - in termini reddituali, di creazione di valore e di generazione di

[2] Nel tempo, diversi autori hanno cercato di attribuire un significato al concetto d'impresa familiare, secondo diversi parametri di studio. Alcuni, ad esempio, hanno posto attenzione al fenomeno della successione generazionale (Churchill e Hatten, 1987; Ward, 1988; Donnelly, 1988; Mazzanti e Mazzucca, 1992; Mezzadri, 2005), altri si sono concentrati sull'analisi del controllo legale della società (Barnes e Herson, 1976; Depolo, Guglielmi e Mariani, 2003; Villalonga e Amit, 2006; Buzzano e Gatto, 2012), altri, ancora, hanno studiato il legame tra proprietà-management e impresa-famiglia (Ferrero, 1980; Beckard e Dyer, 1983; Gennaro, 1985; Schillaci, 1990; Litz, 1996; Gersick, Davis, Hampton e Lansberg, 1997; Di Mascio, 2008).

posti lavoro - dei gruppi familiari; inoltre, questi dimostrano una capacità di arginare la recente crisi economico-finanziaria migliore rispetto ai gruppi non familiari.

Il presente elaborato è strutturato come segue: il paragrafo 2 introduce il tema dei gruppi familiari descrivendone caratteristiche e finalità, il paragrafo 3 presenta una sintesi della letteratura esistente in materia di analisi delle *performance* d'impresa, il paragrafo 4 descrive i principali risultati della ricerca empirica ed il paragrafo 5 fornisce alcune riflessioni conclusive.

2. I gruppi familiari

Quello dei gruppi familiari si configura come un fenomeno alquanto esteso nella realtà economica italiana; in merito, uno studio condotto dalla Cattedra AIdAF - Alberto Falck, dell'Università Bocconi, in collaborazione con *Ernst & Young*, ha dimostrato che, negli ultimi anni, la quota di aziende familiari di medie e grandi dimensioni controllate da una *holding* è aumentata dal 32% al 38%[3]; al tempo stesso tale fenomeno risulta, tuttavia, poco studiato ed investigato a livello accademico.

Sul tema, Corbetta (Corbetta, 1995) ha tentato un'interessante classificazione dei gruppi familiari distinguendo tra gruppi familiari semplici, chiusi e aperti.

I primi si configurano come gruppi composti da poche imprese, spesso solo due ed in cui la società posta a capo svolge unicamente il ruolo di controllante (*holding* familiare finanziaria), mentre quella/e a valle sono, normalmente, quelle operative. La *holding* è in tal caso una società il cui capitale è posseduto interamente dai soci familiari e che, a sua volta, possiede la totalità del capitale di rischio delle società operative; in tale fattispecie, di fatto, non è prevista la presenza di soci esterni alla famiglia di riferimento.

I gruppi familiari chiusi, sono gruppi di imprese familiari composti da poche o molte società, in cui la *holding* familiare detiene la totalità del capitale di una società

[3] La popolazione indagata nella ricerca è rappresentata da tutte le aziende familiari italiane che, nell'esercizio 2009, hanno superato la soglia di fatturato dei 50 milioni di euro. E' stato utilizzato il *database* dell'Osservatorio AUB sostenuto da AIdAF, Unicredit, Università Bocconi e Camera di Commercio di Milano.

operativa capogruppo, la quale a sua volta possiede varie imprese operative. Il capitale di quest'ultime può essere aperto a terzi non familiari. La peculiarità dei gruppi familiari chiusi si individua nella circostanza che, alla struttura prevista anche per i gruppi semplici, è aggiunta una società operativa capogruppo, interamente controllata dalla famiglia e che svolge il ruolo di governo delle strategie di un insieme di imprese, in alcune delle quali possono essere coinvolti anche altri soci, esterni alla famiglia. Le ragioni che possono portare ad un'apertura del gruppo a soci estranei alla famiglia sono varie: dal coinvolgimento di dirigenti particolarmente validi, attraverso la cessione di quote del capitale delle società operative, all'acquisizione di imprese nelle quali è preferibile mantenere inserito il precedente imprenditore, fino all'avvio di una nuova attività insieme ad un socio e così via.

Infine, i gruppi familiari aperti sono gruppi d'imprese familiari composti da poche o molte società, in cui la *holding* familiare possiede una quota di maggioranza del capitale o, almeno, una quota sufficiente ad assicurare il controllo di una società operativa capogruppo, la quale a sua volta possiede varie imprese, nelle quali possono coesistere portatori del capitale di rischio familiari e non familiari. La caratteristica saliente dei gruppi familiari aperti consiste nella costituzione di una società operativa capogruppo, nel cui capitale partecipano congiuntamente soci familiari e non familiari. Infatti, solo l'apertura del capitale della capogruppo operativa (o, nel caso non esista, della società più rilevante del gruppo) consente di coinvolgere soci esterni alla famiglia, come società finanziarie o altre imprese, con le quali si avviano collaborazioni con ampie influenze sull'attività delle imprese stesse. L'obiettivo primario perseguito dalle famiglie che decidono di coinvolgere altri soci nell'impresa capogruppo è, principalmente, quello di garantirsi il controllo dell'intero gruppo, pur limitando la propria quota di possesso del capitale proprio delle società del gruppo[4]. In questo

[4] Già nel 1910 si scriveva: *«Il gruppo è una tecnica finanziaria per assicurare, col più piccolo capitale possibile, il controllo sul più grande possibile capitale altrui».* R. HILFERDING, *Il capitale finanziario*, Feltrinelli, Milano, 1968, pag. 140.

modo, *"il tasso di crescita delle imprese del gruppo è, in parte, svincolato dall'economia delle aziende di consumo delle famiglie proprietarie in origine"* [5].

Solitamente, un gruppo familiare aperto ha un assetto istituzionale molto complesso: un gran numero di unità giuridiche tra loro collegate, alcune delle quali spesso quotate presso una o più borse valori e, quindi, con un elevato numero di soci; molteplici organi di direzione ed eterogeneità nella composizione dei consigli di amministrazione, nell'ambito dei quali la presenza di membri non familiari è significativa, se non preponderante. Tuttavia, la famiglia riesce a mantenere un certo grado di accentramento decisionale, grazie alla presenza di soci familiari negli organi di governo e di alta direzione dell'impresa capogruppo.

3. Le *performance* d'impresa: analisi delle principali modalità di misurazione

L'analisi delle *performance* costituisce uno dei temi centrali degli studi economico-aziendali. Infatti, l'obiettivo primario di un'impresa sta nella capacità di operare in modo profittevole nel tempo e, perché ciò si possa realizzare, è necessario che essa consegua *performance* positive. Il tema della misurazione degli andamenti aziendali diventa, così, fondamentale per assicurare un successo duraturo all'impresa.

In un così ampio ambito di studi, un'ampia parte della dottrina aziendalistica si è nel tempo focalizzata sulle *performance* economico-finanziarie[6], tralasciando le altre dimensioni che, comunque, compongono e definiscono l'andamento complessivo d'impresa.

---

[5] Corbetta, G, *op. cit.*, pag. 143.

[6] Per approfondimenti sulle rilevazioni delle performance nei family business, si vedano: Chrisman, J.J., Chua, J.H. e Litz, R.A., *Comparing the Agency Costs of Family and Non-Family Firms: Conceptual Issues and Exploratory Evidence*, Entrepreneurship Theory & Practice, 2004; Corbetta, G. e Salvato, C., *Self-serving or self-actualizing? Models of man and agency costs in different types of family firms: a commentary* on 'Comparing the agency costs of family and non-family firms: conceptual issues and exploratory evidence, Entrepreneurship Theory and Practice, 2004; Barontini, R. e Caprio, L., *The effect of family control on firm value and performance: evidence from continental Europe*, European Financial Management, 2006; Bennedsen, M., Nielsen, K.M., Perez-Gonzalez, F. e Wolfenzon, D., *Inside the family firm: the role of families in succession decision and performance*, Quarterly Journal of Economics, 2006; Miller, D. e Le Breton-Miller, I., *Family governance and firm performance: agency, stewardship, and capabilities*, Family Business Review, 2006; Eddleston, K., Kellermanns, F.W. e Sarathy, R., *Resource configuration in family: Linking resources, strategic planning and environmental dynamism to performance*, Journal of Management Studies, 2008.

Di fatto, dunque, possiamo distinguere due principali filoni di ricerca: il primo, incentrato sulle *financial information*, pone l'attenzione sulle misure di *performance* di tipo quantitativo espresse attraverso la metrica monetaria, il secondo, definito non *financial information*, si focalizza, invece, sulle grandezze non monetarie e, spesso, anche difficilmente misurabili in termini quantitativi.

E' per tale motivazione che nel presente elaborato si è scelto di prediligere una misurazione della *performance* esclusivamente quantitativa, che parta, cioè, dalle informazioni di bilancio intese come *drivers* del valore creato dall'impresa.

In questo ambito, si fanno generalmente rientrare indicatori di *performance* riconducibili a tre tipologie di grandezze:

- grandezze monetarie *tout court*, in grado, da sole, di fornire segnali importanti sull'andamento complessivo aziendale (ad esempio, il fatturato, il costo del personale, l'importo degli ammortamenti);
- grandezze derivanti da rapporti - o somme algebriche - tra valori monetari. Questa categoria è composta dai numerosi indici o margini di bilancio (ad esempio, il ROE, il ROI e tutti quegli indici che da questi discendono);
- grandezze complesse in grado di analizzare la creazione/distruzione di valore (ad esempio l'EVA).

È indubbio, quindi, che la finalità principale del bilancio è quella di fornire informazioni sull'andamento dell'impresa ai diversi soggetti che ne possono essere interessati. Ecco allora che tale documento e le informazioni in esso contenute costituiscono lo strumento base per valutare le *performance* aziendali. E' altrettanto vero, però, che la *performance* contabile è solo la misura originaria dei risultati aziendali. Ecco, quindi, che dai puri dati contabili è necessario passare a più efficienti indicatori di *performance* del tipo ROI, ROE ed EVA. In particolare, l'*EVA* – che si è scelto di analizzare in tale lavoro, insieme ad altre grandezze - è un indicatore di *performance* aziendale di periodo, che misura il valore generato (o distrutto) da un'impresa in un determinato periodo di tempo. Secondo questa logica, un'impresa crea valore per i propri azionisti se il rendimento del capitale in essa investito è

superiore al costo sostenuto per la sua disponibilità. Pertanto, l'*EVA* esprime la vera redditività aziendale, valorizzata al netto di tutti i costi che contribuiscono alla sua realizzazione.

4. L'analisi empirica

La crisi economica che stiamo vivendo ha profondamente mutato il mercato, conducendo a profonde contrazioni dei livelli di attività e di produttività del lavoro, per non parlare dei livelli occupazionali.

E' sembrato, quindi, opportuno analizzare la capacità dei gruppi d'imprese, familiari e non, di essere più performanti, sia nelle normali condizioni concorrenziali pre-crisi, sia durante le turbolenze di mercato provocate, appunto, dalla recessione.

In particolare, lo studio è stato condotto sui gruppi d'imprese quotati, distinguendo, di volta in volta, quelli familiari da quelli ad azionariato diffuso.

Risalendo la catena del controllo di questi gruppi si può stimare che, nella maggioranza dei casi, una o poche famiglie, legate da parentela, da affinità o da solide alleanze, detengono una quota del capitale di rischio dell'impresa collocata al vertice della catena e sufficiente a controllarla.

L'analisi è organizzata per fasi sequenziali: da considerazioni strettamente descrittive, quali la provenienza geografica piuttosto che la longevità dei gruppi componenti il campione indagato, fino alla misurazione della *performance* economico-finanziaria, attraverso l'utilizzo di vari indicatori di bilancio in grado di cogliere la capacità del gruppo di essere orientato verso la creazione di valore[7].

Lo studio è stato condotto sui gruppi d'imprese quotati nel periodo che va dal 2002 al 2011 al Mercato Telematico Azionario di Borsa Italiana, ad esclusione dei gruppi finanziari e di quelli la cui capogruppo risulti con sede all'estero[8].

[7] I risultati dell'analisi esplorativa possono essere parzialmente influenzati dalle caratteristiche del campione oggetto d'indagine e dalla metodologia utilizzata; ciò, tuttavia, non inficia i risultati raggiunti, ma impone prudenza nella generalizzazione.

[8] Il campione è stato depurato da banche, assicurazioni e altri intermediari finanziari.

Il campione finale è, così costituito da 120 gruppi d'imprese, familiari e non familiari[9].

Le *performance* aziendali, rilevate sulla base della rielaborazione dei dati di bilancio, sono state osservate per un periodo di dieci anni, dal 2002 al 2011, al fine di poter individuare due omogenei periodi d'analisi all'interno di tale lasso temporale: un primo intervallo - "pre-crisi economica" - che va dal 2002 al 2006 e un secondo, dal 2007 al 2011 - "durante la crisi economica".

Volutamente, quindi, a fungere da spartiacque tra i due intervalli temporali considerati, è stato posto l'avvento della crisi economico-finanziaria degli ultimi anni, la cui ascesa è stata convenzionalmente fatta ricadere nell'esercizio 2007.

Occorre premettere che sono stati definiti familiari tutti quei gruppi nei quali una o poche famiglie esercita il controllo sull'impresa capogruppo, sia direttamente sia attraverso *holding* finanziarie[10]. Inoltre, non essendo sempre palesata la famiglia di riferimento, si è ritenuto di ricomprendere tra i gruppi familiari, anche quelli in cui il controllo è esercitato da un unico soggetto, ma sono presenti nel consiglio d'amministrazione o nel collegio sindacale altri membri della famiglia. L'influenza familiare è stata, quindi, valutata anche attraverso indicatori quali l'appartenenza dell'amministratore delegato e/o del presidente alla famiglia di controllo, nonché il numero e l'incidenza dei familiari sul totale dei consiglieri.[11]

4.1 La struttura del campione: statistiche descrittive

In primo luogo si forniscono i dati relativi alla ripartizione geografica dei gruppi del campione (Tav. 1). Dividendo il territorio nazionale in quattro zone, si nota, in primo

[9] Sono stati, inoltre, eliminati i gruppi che fanno riferimento a Olidata Spa, Mittel Spa e Iren Spa, in quanto non è stato possibile reperire i bilanci consolidati; Finarte Casa d'Aste Spa e Richard Ginori, in quanto risultano essere sottoposti a procedura di liquidazione.

[10] Ad ogni modo, in nessuno dei casi si è verificato un controllo esercitato congiuntamente da più famiglie.

[11] Per stabilire l'appartenenza o meno alla famiglia di controllo sono state utilizzate diverse fonti informative, tra le quali i siti internet delle singole società quotate. Ovviamente, la familiarità è stata sottintesa nei casi in cui compaiano consiglieri con lo stesso cognome; è invece, possibile che non siano stati colti legami di affinità, che implicano cognomi diversi, se non per i casi più conosciuti.

luogo, una forte concentrazione dei gruppi d'imprese quotate nel Nord-Ovest del Paese, valori indicativamente simili per il Nord Est ed il centro, mentre sono presenti nel campione solo tre gruppi quotati del Sud Italia.

	Distribuzione geografica			
	N/E	**N/O**	**Centro**	**Sud**
Gruppi Familiari	11	42	13	2
Gruppi Non Familiari	11	25	15	1

Tav.1 – Distribuzione geografica

Per quanto attiene, invece, alla distribuzione dei gruppi del campione tra familiari e non familiari, questa è omogenea in quasi tutta la penisola, fatta eccezione per il Nord - Ovest. Infatti, proprio nell'area caratterizzata dalla presenza del numero più elevato di gruppi quotati, la maggior parte di questi è familiare; ciò denota il ruolo rilevantissimo del capitalismo familiare nello sviluppo del Paese.

La regione che, principalmente, ospita più gruppi è la Lombardia, con 31 familiari e 21 non familiari; al secondo posto si trova il Piemonte, che è sede di 9 gruppi familiari e 5 non familiari[12].

In secondo luogo, si è deciso di indagare la longevità aziendale e così dimostrare quale tra la tipologia di gruppo familiare e quella non familiare risulti proseguire la sua attività, in *going concern*, più a lungo. Per definire la longevità si è fatto riferimento all'anno di costituzione della capogruppo quotata e si è calcolata, ad oggi, la vita media delle imprese appartenenti al campione.

Suddividendo i gruppi in quattro categorie, che vanno da 10 a 100 anni di longevità ed oltre, si può vedere come al crescere dell'anzianità prevalgano i gruppi familiari (Tav.

[12] I gruppi d'imprese familiari lombardi sono: Aedes, Amplifon, A. Mondadori, Bastogi, Brembo, Brioschi S. I., Cairo Communications, CamFin, CIR, Cofide, CPS Internatinal Fashion, D. Campari, Digital Bros, Falck Renewables, Gefran, G. Crespi, Gewiss, IMMSI, Italcementi, Italmobiliare, Mediaset, Montefibre, Poligrafica S. F., Pirelli &C., Ratti, Recordati, Sobaf, Saes Getters, Sogefi, Sopaf, V. Zucchi.

2). Infatti, esclusi i più giovani, dove il primato spetta ai non familiari, nelle restanti fasce d'età i gruppi familiari sono i più numerosi. Il risultato è evidentemente importante: infatti, nel caso dei gruppi familiari, sopravvivere a lungo nel tempo è sinonimo di passaggi generazionali riusciti.

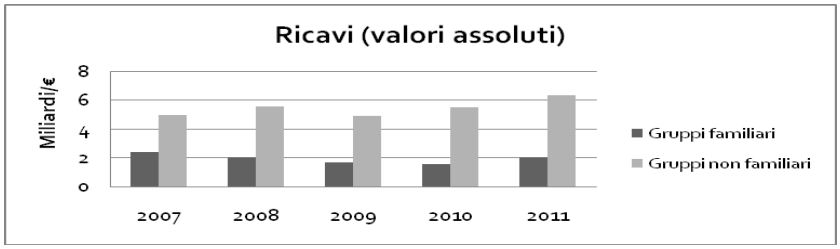
	Longevità			
	fino a 25	**fino a 50**	**fino a 100**	**> 100**
Gruppi Familiari	15	26	19	10
Gruppi Non Familiari	20	20	8	4

Tav.2 – Longevità dei gruppi del campione

Inoltre, un altro dato su cui riflettere è, sicuramente, l'anno di quotazione delle capogruppo dei gruppi familiari più longevi; si tratta, infatti, di quotazioni abbastanza recenti, avvenute per lo più attorno agli anni duemila, ancora a testimonianza della capacità delle generazioni successive di governare, anche con l'apertura del capitale e di saper mantenere e addirittura accrescere il valore del gruppo ricevuto in eredità.

4.2 Le *performance* economico-finanziarie

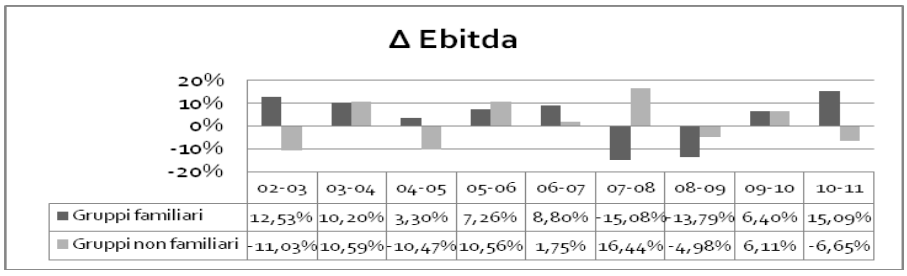
Per quanto attiene ai ricavi delle vendite, sia i gruppi familiari sia quelli non familiari riescono a mantenersi abbastanza costanti per tutto il periodo considerato e soltanto nell'ultimo biennio i volumi di ricavo aumentano significativamente, come dimostra il grafico sotto riportato (Tav. 3).



Tav.3 – Andamento dei Ricavi

Comprensibilmente, il fatturato dei gruppi non familiari risulta, in termini assoluti, notevolmente più cospicuo rispetto a quello dei gruppi familiari; il binomio gruppo non familiare/grandi dimensioni è, infatti, presente nel campione con grande assiduità. Tuttavia, analizzando il tasso di crescita dei ricavi delle vendite emerge che, nell'ultimo biennio, la variazione del fatturato annuo ha privilegiato i gruppi d'imprese familiari.

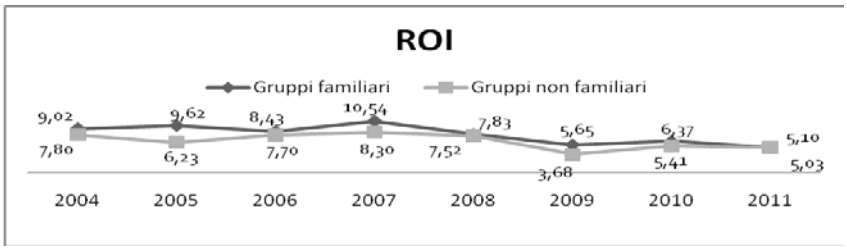
Spostandoci dall'analisi dei ricavi a quella dei risultati economici, si è deciso di prendere in considerazione come misura di *performance* economica l'*Ebitda.* La variazione annua dell'*Ebitda*, nella maggioranza degli intervalli di tempo considerati, sembra privilegiare i gruppi d'imprese familiari, come dimostra il seguente grafico (Tav. 4).



	02-03	03-04	04-05	05-06	06-07	07-08	08-09	09-10	10-11
Gruppi familiari	12,53%	10,20%	3,30%	7,26%	8,80%	-15,08%	-13,79%	6,40%	15,09%
Gruppi non familiari	-11,03%	10,59%	-10,47%	10,56%	1,75%	16,44%	-4,98%	6,11%	-6,65%

Tav.4 – Variazione annua EBITDA

Successivamente si è deciso di prendere in considerazione il *ROI* al fine di misurare la redditività della gestione operativa, formulabile come percentuale annua di rendimento sul capitale investito (Tav. 5).

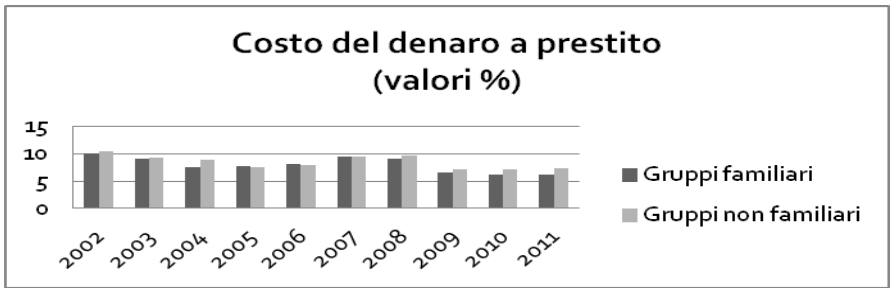


Tav.5 – Andamento del Return on Investments

L'andamento del *ROI*, costantemente migliore per i gruppi familiari, è una dimostrazione del fatto che, qualora le imprese e gli interi aggregati riescano a

consolidarsi nel tempo, grazie a continui investimenti in R&S e alle innovazioni tecnologiche, sono capaci di ottenere produttività elevate.

Per poter meglio comprendere l'effettiva la capacità reddituale dei gruppi familiari si è, quindi, deciso di procedere anche con la misurazione del ROD (Tav. 6), come misura del costo del denaro preso a prestito, in modo da poter poi confrontare questo dato con quello del ROI.



Tav.6 – Andamento del Costo del denaro

Lo studio dell'andamento del costo del denaro nel tempo dimostra come, in generale, i gruppi soffrano sul piano dell'indebitamento ed in particolare i gruppi familiari per i quali negli ultimi anni considerati, il costo del denaro risulta essere più alto, nonostante, si sia notevolmente abbassato rispetto ai primi anni della crisi.

Per poter analizzare al meglio la struttura finanziaria e le scelte strategiche di investimento dei gruppi, occorre che il costo del denaro a prestito, altrimenti detto *ROD*, sia confrontato con il *ROI*, per valutare l'effetto leva finanziaria (Tav. 7).

Esaminando i margini tra *ROI* e *ROD* negli anni, si può notare che i gruppi familiari riescono, in più periodi, a mantenere tale differenza positiva e, quindi, ad avvantaggiarsi dell'effetto leva. Per quanto riguarda, invece, i gruppi non familiari, che nella maggioranza dei casi registrano un *ROI* minore del *ROD*, questi presentano una maggiore difficoltà, rispetto ai gruppi familiari, ad assorbire eventuali risultati negativi della gestione non caratteristica, straordinaria e fiscale.

	ROI		***ROD***		***ROI-ROD>0***	
	Fam.	**Non fam.**	**Fam.**	**Non fam.**	**Fam.**	**Non fam.**
2004	9,02	7,80	7,49	7,77	*	*
2005	9,62	6,23	7,62	7,54	*	
2006	8,43	7,70	7,99	7,62	*	*
2007	10,54	8,30	9,4	9,45	*	
200	7,83	7,52	9,12	9,58		
2009	5,65	3,68	6,63	7,15		
2010	6,37	5,41	6,1	7,16	*	
2011	5,03	5,10	6,16	7,27		

Tav.7 – Effetto leva finanziaria

In conclusione sono state condotte due ulteriori analisi relative all'andamento dei livelli occupazionali e all'*EVA*.

I dati relativi al primo aspetto sono riportati nella tavola che segue (Tav. 8).

	Livelli occupazionali				
	2007	**2008**	**2009**	**2010**	**2011**
Gruppi Familiari	5.333	6.423	7.150	7.801	9.457
Gruppi Non Familiari	9.140	9.941	9.809	9.753	9.453

Tav.8 – Livelli occupazionali

Sebbene il numero di dipendenti nei gruppi non familiari risulti essere sempre più elevato, è da sottolineare che, nel tempo, il *gap* tra quelli familiari, spesso di dimensioni più piccole e quelli non familiari, sovente a partecipazione statale e quindi di più grande estensione, sembra ridursi.

In pratica, i gruppi d'imprese familiari hanno generato più occupazione rispetto ai gruppi non familiari; la maggiore capacità dei gruppi familiari di generare occupazione può essere attribuita all'importanza data nel *family business* alle relazioni personali.

Principalmente, il gruppo familiare riesce a fare affidamento su un maggiore grado di fedeltà delle risorse umane, laddove i dipendenti storici sono considerati alla stregua dei familiari stessi; inoltre, la natura spesso informale delle relazioni può alimentare, in talune circostanze, meccanismi di funzionamento virtuosi e l'identificazione di ciascun membro con i sogni dell'imprenditore, con un conseguente più intenso coinvolgimento nella vita dell'impresa e del gruppo.

Infine, si è proceduto a calcolare e ad analizzare i valori dell'indicatore *EVA* per i diversi gruppi del campione; i risultati hanno evidenziato esercizi, all'interno dell'orizzonte temporale indagato, di costruzione e di distruzione di valore; se, però, si prende in considerazione la variazione dell'*EVA* dell'ultimo biennio (2010-2011), risulta che i gruppi familiari che hanno creato valore sono 37 (su un totale di 49 considerati), mentre quelli non familiari sono soltanto 13 (su un totale di 28 gruppi considerati). Questi risultati, tradotti in termini percentuali, dimostrano che la maggioranza (il 75,5%) dei gruppi familiari si sta indirizzando verso il raggiungimento di un successo stabile e di uno sviluppo sostenibile nel tempo.

5. Conclusioni

Il fine della presente ricerca è stato quello di comprendere come i gruppi familiari abbiano saputo fronteggiare, a livello di *performance* raggiunte e di valore creato, lo stravolgimento dello scenario macroeconomico di riferimento causato dalla crisi economico- finanziaria attuale.

I risultati hanno confermato quanto atteso: i gruppi familiari quotati hanno subito maggiormente le conseguenze del periodo di difficoltà contingente rispetto ai gruppi non familiari, ma sono riusciti più prontamente a contrastarlo anche attraverso l'adozione di politiche rivolte alla creazione del valore. Inoltre, l'esame condotto

analizzando gli andamenti di alcuni parametri di *performance mesurement*, quali gli indici economici ed alcuni *value drivers* finanziari, avvalora la tesi secondo cui i gruppi familiari sono riusciti ad ottenere livelli di *performance* comparabili con quelli raggiunti dai gruppi non familiari. I dati, per molti versi incoraggianti in un contesto instabile come quello attuale, rappresentano, però, una media tra gruppi familiari solidi che resistono alla crisi, proseguendo, anzi, nel generare ricchezza ed occupazione ed altri che, invece, scontano la fragilità della loro struttura, in particolare sotto il profilo finanziario.

Dai dati di confronto emerge come le *performance* reddituali dei gruppi familiari appaiano confortanti; i numeri, infatti, nonostante si attestino sotto i livelli pre-crisi del 2007, confermano un andamento in miglioramento, superiore a quello delle aggregazioni non familiari.

Alla luce di queste considerazioni, occorre chiedersi se i gruppi familiari siano sempre di successo: la risposta, come è lecito attendersi, è negativa. In tal senso e, seguendo anche le differenti sollecitazioni della crisi, ulteriori approfondimenti hanno mostrato una variabilità di risultati molto marcata anche all'interno dei gruppi controllati da famiglie imprenditoriali, fornendo un prezioso contributo nel comprenderne le condizioni di successo. Tuttavia, l'analisi congiunta dei dati sembra confermare i segnali di una maggiore resistenza dei gruppi familiari alle sollecitazioni della crisi. Il ritorno alla crescita, unitamente alla propensione alla capitalizzazione e agli investimenti da parte degli imprenditori familiari sembra, infatti, porre le condizioni per ulteriori futuri miglioramenti nelle *performance* di tali gruppi, a meno di drastici cambiamenti del contesto macroeconomico. Il tutto senza sacrificare l'occupazione, a conferma dell'attenzione posta al capitale umano da parte delle famiglie imprenditoriali ed, in generale, del loro orientamento di lungo periodo in tutte le decisioni strategiche.

Il lavoro in oggetto presenta, senza dubbio, alcune limitazioni che possono essere ricondotte, in via principale, all'estensione del campione, trattandosi esclusivamente di gruppi italiani quotati e all'orizzonte temporale; se è, vero, infatti, che il fatto di

prendere in considerazione il decennio 2002-2011 ha reso possibile investigare due sotto-periodi omogenei (2002-2006 e 2007-2011) relativi al periodo che ha preceduto la crisi economico-finanziaria e al periodo della crisi stessa, un ampliamento dell'orizzonte temporale di riferimento può essere senza dubbio utile e interessante. E' da queste riflessioni che trarrà spunto il prossimo studio volto all'aggiornamento del campione e alla verifica dei risultati raggiunti dal 2011 in poi, con un particolare interesse verso l'individuazione dell'assenza o meno di soluzioni di continuità tra i diversi cicli temporali posti a confronto, al fine di continuare a sostenere o di confutare che la variabile "famiglia" continua a essere fattore di successo e di adattabilità alle contingenze esterne.

Bibliografia

Barnes L.B., Hershon S.A., *Transferring Power in the family business*, in Harward Business Review, 1976.

Barontini R. e Caprio L., *The effect of family control on firm value and performance: evidence from continental Europe*, European Financial Management, 2006.

Basco R., Perez Rodriguez M. J., *Ideal types of family business management: horizontal fit between family and business decisions the relationship with family business performance*, in «Jounal of family business strategy», Settembre 2010.

Beckard R., Dyer W.G., Managing *continuity in the Family owned business*, in Organizational Dynamics, 1983.

Bennedsen M., Nielsen K.M., Perez-Gonzalez F. e Wolfenzon D., *Inside the family firm: the role of families in succession decision and performance*, Quarterly Journal of Economics, 2006.

Birley S., Ng D., Godfrey A., *The family and the business*, in «Long Range planning», Dicembre 1999.

Buzzano L., Gatto G., *Strategie di lunga vita d'impresa. Aziende familiari centenarie tra innovazione e tradizione*, Francoangeli, 2012.

Chrisman J.J., Chua J.H. e Litz R.A., *Comparing the Agency Costs of Family and Non-Family Firms: Conceptual Issues and Exploratory Evidence*, Entrepreneurship Theory & Practice, 2004.

Churchill N. C., Hatten K. J., *Non-market-based transfers of wealth and power: A research framework for family business*, Family Business Review, 1987.

Cinque E., *Holding, Sub-holding e Trust nel family business: opportunità e valori aziendali*, Cedam, Padova, 2006.

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

Corbetta G., Dematté C., *I processi di transizione delle imprese familiari*, Mediocredito Lombardo (Studi e ricerche), 1993.

Corbetta G., Minichilli A., *Il governo delle imprese italiane quotate a controllo familiare: i risultati di una ricerca esplorativa*, in «Economia&managemet», n.6, 2005.

Corbetta G., Montemerlo D., Gnan L., *Indagine sulle imprese familiari di piccole e medie dimensioni secondo il modello Mass Mutual*, SDA Bocconi, Milano, 1997.

Corbetta G. e Salvato C., *Self-serving or self-actualizing? Models of man and agency costs in different types of family firms: a commentary on 'Comparing the agency costs of family and non-family firms: conceptual issues and exploratory evidence*, Entrepreneurship Theory and Practice, 2004.

Depolo M., Guglielmi D., Mariani M., *Passaggio d'impresa: uno studio di aspetti psico-sociali*, Risorsa Uomo: Rivista di Psicologia del Lavoro e dell'Organizzazione, 2003.

Di Mascio A., *Crescita e governance nelle imprese familiari*, Egea, 2008.

Donnelly R.G., *The family business*, in Harvard Business Review, 1988.

Eddleston K., Kellermanns F.W. e Sarathy R., *Resource configuration in family: Linking resources, strategic planning and environmental dynamism to performance*, Journal of Management Studies, 2008.

Ferrero G., *Impresa e management*, Giuffrè Editore, Milano, 1980.

Gennaro P., *Le imprese familiari di grandi dimensioni in Italia*, in Sviluppo e Organizzazione, 1985.

Gersick K.E., Davis J.A., Hampton M. e Lansberg I., *Generation to Generation: life cycles of the family business*, Harvard Business Scholl Press, 1997.

Hilferding R., *Il capitale finanziario*, Feltrinelli, Milano, 1968.

Litz R.A., *The family business: Toward definitional clarity*, Proceedings of the Academy of Management, 1996.

Mazzanti P., Mazzucca G., *Eredi. Padri e figli del capitalismo italiano*, Sperling & Kupfer Editori, Milano, 1992.

Mezzadri A., *Il passaggio del testimone. Sedici casi di successo in imprese familiari italiane*, Franco Angeli, 2005.

Miller D., Le Breton-Miller I., *Family governance and firm performance: agency, stewardship, and capabilities*, Family Business Review, 2006.

Montemerlo D., *Il governo delle imprese familiari: modelli e strumenti per gestire i rapporti tra proprietà ed impresa*, Egea, Milano, 2000.

Schillaci C. E., *I processi di transizione del potere imprenditoriale nelle imprese familiari*, G. Giappichelli Editore, Torino, 1990.

Tiscini R., *Il valore economico delle aziende di famiglia,* Giuffré, Milano, 2001.

Viganò E. (a cura di), *La sensibilità al valore nell'impresa familiare*, Cedam, Padova, 2006.

Villalonga B., Amit R., *How do family ownership, control and management affect firm value, Harvard Business School*, in Journal of Financial Economics, 2006.

Ward J.L., *Keeping the family business healthy. How to plan for continuing growth, profitability and family leadership*, Jossey Bass Pub., San Francisco, California, 1988.