



Radici dell'economia

Le imprese di famiglia sono la spina dorsale dell'economia mondiale, sia a livello di Pil che in termini occupazionali, seppur con forti differenze. Tutte le imprese, o quasi, nascono in famiglia, e spesso vi rimangono. L'approccio di lungo periodo oltre a renderle più sostenibili, le rende anche più performanti, con però una grande sfida: conservare la loro identità.

Tre furono le guerre, puniche, con ostilità protrattesi per quasi mezzo secolo, e con costi umani ed economici senza precedenti; il risultato fu però altrettanto straordinario: il tramonto della stella di Cartagine nel 146 a.C. e l'inizio dell'egemonia romana sul Mediterraneo, quello che diventerà poi noto come *Mare Nostrum*. La rapida romanizzazione dell'intera regione, sia a livello di province, dalla Sicilia al Nord Africa, dalla Spagna alla Grecia, sia a livello di stati clienti, l'universo turco e orientale, diede un'incredibile spinta al fiorire del commercio.

Se la progressiva pacificazione della regione e l'estirpazione della pirateria ebbero un forte impatto, un ruolo preminente fu quello ricoperto dal definirsi

di un quadro giuridico chiaro e stabile, e in molti casi l'introduzione stessa dell'idea tutta romana di moderno 'stato di diritto', scritto e puntigliosamente codificato. L'ampliarsi a dismisura del mercato, 4mila sono i Km che in linea d'aria collegano Lisbona a Gerusalemme, o Edimburgo a Il Cairo, e 5,3 milioni di Km quadrati la superficie, sollevò però non pochi problemi. Come poteva una piccola bottega di Roma operare su tali distanze, anche soltanto per importare olio e cereali?

I rischi di operare via acqua erano infatti dei più significativi, ad esempio, nel caso di un semplice naufragio, la distruzione dell'intero carico e quindi una perdita secca da dividersi tra armatore e mercante, a dipendenza delle clausole contrattuali. Sino a quel momento l'idea

di persona giuridica non era mai stata considerata, le parti avrebbero dunque dovuto rispondere illimitatamente delle perdite con tutti i loro beni, un ulteriore freno. Tralasciando il rapporto di fiducia che poteva esservi tra un olivicoltore spagnolo e un bottegaio scozzese. Ma ecco emergere il geniale pragmatismo latino.

Già nel II a.C. il progressivo estendersi e intrecciarsi delle reti mercantili a livello mediterraneo era una realtà, al cui centro stava l'idea latina di 'famiglia allargata', dunque famiglia, ma anche cugini, nipoti, non consanguinei, schiavi e schiavi liberati, i liberti. Suggellare la nascita di un nuovo sodalizio economico per via matrimoniale, con il conseguente insediarsi in loco del nuovo nucleo familiare, era una prassi già in precedenza, a essere cambiate

erano le distanze, ma a svolgere la stessa funzione poteva anche essere un liberto che, per quanto cittadino ormai libero, rimaneva 'vincolato' alla sua 'famiglia' d'origine, dunque una sorta di 'agente'.

O ancora, e qui la genialità, la nascita *de facto* di diverse forme di persona giuridica: da società di pubblica utilità, a utility, a moderna società di capitali a garanzia limitata, racchiusa nella 'non persona' dello schiavo, dotato di un capitale ceduto da un azionista, la sua 'famiglia', e dunque beneficiaria di eventuali utili. Seppur non ancora *de iure*, erano appena nate le imprese moderne, depersonificate della figura dell'imprenditore, operanti in un'area geografica eccezionalmente estesa, legalmente responsabili e soggette a un unico diritto, quello romano.

Quella che era sempre stata una microimpresa, vorticante intorno a un'unica persona, aveva ora la possibilità di crescere e ampliarsi, alimentandosi dell'inventiva di una famiglia incredibilmente allargata e sopravvivere nel tempo. Tutte le imprese nascono in famiglia; questo a Roma l'avevano capito con ampio anticipo.

L'origine della specie. Intorno a una figura imprenditoriale, o in senso più esteso una famiglia, hanno sempre orbitato la grandissima maggioranza delle imprese. Nascevano così in passato, al netto di una breve felice parentesi, continuano a farlo e spesso rimangono anche tali, confrontate con un agone competitivo sempre più effervescente oltre che a tutte le loro specificità. «Secondo il Journal of Business & Financial Affairs le aziende di famiglia sono il modello di business più frequentemente incontrato al mondo, e i numeri lo confermano: rappresentano i due terzi delle imprese globali, generano oltre il 70% del Pil, e in molti Paesi offrono il 50-80% dei posti di lavoro. Sono la spina dorsale dell'economia mondiale, nonostante una certa ambiguità di fondo: cosa le qualifica come tali? Una famiglia, fondatrice o proprietaria, che ne controlli strategia e operazioni, ma soprattutto ne detenga una quota significativa del capitale», esordisce così Elena Guglielmin, Cio di Ubs Wealth Management.

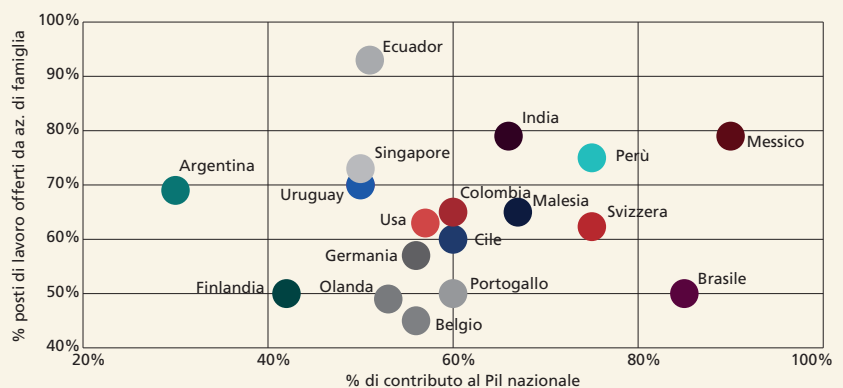
Ovviamente il diavolo sta nei dettagli: qual è questa quota? Secondo un noto studio di Ernst&Young sarebbe sufficiente il 32% del capitale per qualificarle come tali. Troppo poco? «Solitamente l'asticella viene collocata intorno a questa percentuale su base empirica: la partecipazione

«La propria storia è un'arma fondamentale a disposizione di queste imprese, è sinonimo di esperienza e successo, parte del vantaggio competitivo. Un ruolo decisivo può giocarlo però anche il Paese d'origine, declinato nel caso della Svizzera nello Swiss Made»

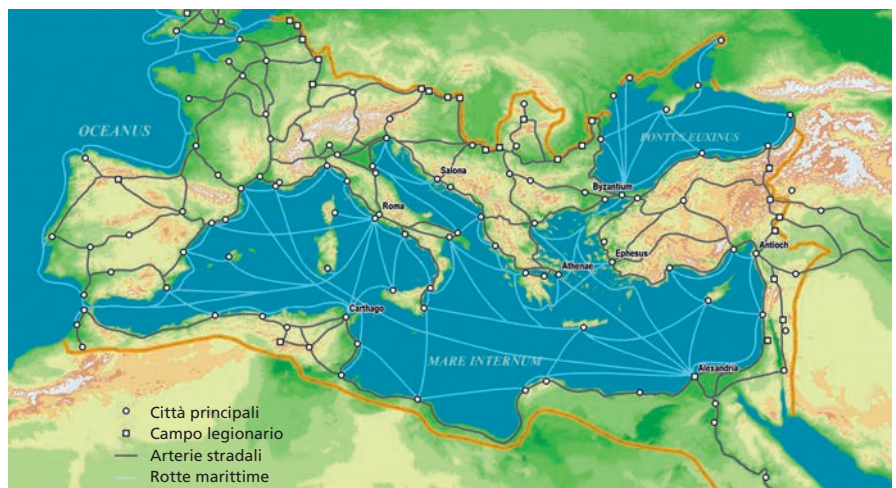
Paul de Blasi,
Director Family Business
di Deloitte



La rilevanza delle aziende di famiglia



Fonte: Pictet Am



attiva alle assemblee generali delle quotate difficilmente supera il 60% dell'azionariato, dunque un unico soggetto che detenga il 30% dei diritti di voto ne avrà il controllo. La natura del soggetto può cambiare, e non è semplicissimo determinare chi ne sia il beneficiario ultimo, ma a patto che si tratti di una famiglia possono essere definite tali», sottolinea Duncan Downes, Senior Client Portfolio Manager di Pictet Asset Management.

L'ampliarsi a dismisura del mercato potenziale romano spinse le imprese ad evolversi anche giuridicamente, si può dunque affermare che le prime imprese della storia fossero latine, e di famiglie. Oggi la loro rilevanza è delle più notevoli, monopolizzano il Pil mondiale, senza differenze tra Paesi avanzati ed emergenti, oltre che l'occupazione, saldamente al comando anche rispetto allo Stato.



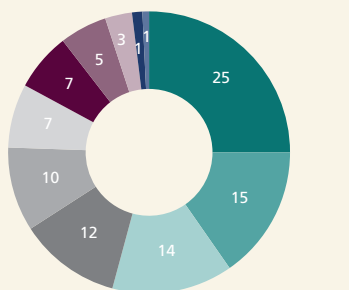
«Dimostrano una disciplina del capitale migliore della media generale, con un grado d'innovazione superiore che si riflette su utili a lungo termine maggiori. Sono finanziariamente conservative, attente a disciplina e qualità del capitale, ma innovative»

Elena Guglielmin,
Cio di Ubs Wealth Management

Il Family Business Index 2021

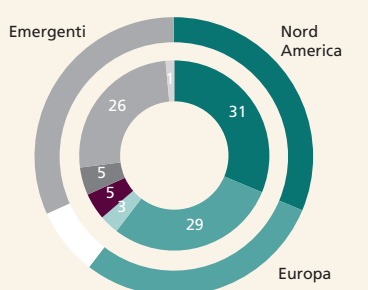
Rank	Società	Anno di fond.	Ricavi (mld usd)
1	Wal-Mart	1962	559,1
2	Berkshire Hathaway	1955	245,5
3	Exor	1927	145,3
4	Schwarz Group	1930	140,0
5	Ford Motor Company	1919	127,1
6	Bayerische Motoren Werke (Bmw)	1916	122,2
7	Koch Industries	1940	115,0
8	Cargill	1865	114,6
9	Comcast Corp.	1936	103,6
16	Roche Holding	1989	668,5
24	Gunvor	2000	50,0
66	Kuehne + Nagel International	1890	23,3
100	Compagnie Financiere Richemont	1988	15,6

Distribuzione dell'universo (settori)



Fonte: Pictet Am

Distribuzione geografica



Fonte: Pictet Am

regole precise», nota Flavio Audemars, fondatore e presidente di Aif-Ticino e Ceo di Audemars Holding.

Se la cultura del luogo può giocare un ruolo, la storia continua ad avere pesanti effetti sul presente, e sull'idea stessa di impresa, la cui culla è rimasta il Vecchio Continente, dove tutto è nato. «L'esperienza dell'Europa rimane vincente, il 40% delle imprese è europeo, seguito dal 25% di Nord America e Asia-Pacifico, ma va evitata una leggerezza: 'di famiglia' non è sinonimo 'di piccole dimensioni'. Nonostante la maggior parte siano piccole imprese, non mancano le eccezioni: il gigante statunitense Walmart, controllato dalla famiglia Walton, genera 559 miliardi di ricavi annui, l'italiana Exor, holding della famiglia Agnelli, ne conta 145, mentre la svizzera Roche, delle famiglie Hoffman e Oeri, arriva a 69 miliardi», evidenzia Stefano Fiala, Ceo e Partner di Veco Invest, del Gruppo Veco.

Qualità di famiglia. Al netto della semantica determinare l'appartenenza o meno non è un mero esercizio teorico; sono infatti imprese che si segnalano rispetto sia alla media di mercato, sia rispetto al loro settore, con risultati complessivi più che soddisfacenti. Ma cosa fa la differenza, e ne traina le performance? «Soprattutto in questa materia i numeri non dicono mai tutto, anzi sono molto spesso da interpretare, ma possono sicuramente contribuire nel dare un'idea: tra il 2007 e il 2020 queste imprese hanno superato l'indice Msci All Country World di quasi il 60%, nonostante siano sottopesate in Nord America, la regione che ha fatto meglio. Hanno una naturale inclinazione a qualità, crescita e redditività, e questo le sostiene anche nei momenti difficili», enfatizza l'analista di Pictet.

Eppure, i numeri non dicono molto, e sicuramente non tutto. Il vero valore sta infatti altrove. «La cifra delle aziende di famiglia è la loro stessa essenza: il legame emozionale che lega persone e imprese. Il coinvolgimento emotivo di tutte le parti in causa, famiglia, collaboratori, partner e fornitori, a patto che tutti condividano gli stessi valori, assicura la sopravvivenza del business nel tempo. Sono aziende che nascono per essere tramandate alle generazioni successive, che agiscono dunque con lungimiranza e che soprattutto possono farlo con tempestività, laddove necessario», chiosa Paul de Blasi, Director Family Business di Deloitte.

L'universo d'investimento delle aziende di famiglia è dei più ampi e vari, ricco di insidie ma anche di opportunità. Tra i principali rischi la spesso davvero scarsa trasparenza verso i possibili investitori, oltre all'impegno richiesto, ma dall'altro la diversificazione è delle più ampie, al pari della nota difensiva delle aziende. Si tratta molto spesso di realtà particolari, ma promettenti.

Anche in questo caso potrebbe fare una certa differenza la definizione dell'azionista, ossia la determinazione del perimetro familiare. «Se il carattere di questo genere d'impresè è lo stesso in tutto il mondo, la cultura del luogo può incidere sul modello organizzativo: la famiglia italiana è per sua natura molto legata e unita, di conseguenza sceglierà modelli più conservatori di quanto non farebbe una scandinava o nord americana, per quanto non esistano

Sono molti gli ingredienti alla base di una formula apparentemente vincente, ed equamente distribuiti tra ambiti diversi. «Molti studi accademici evidenziano l'inclinazione di queste imprese a sovraperformare le loro simili, non a conduzione familiare, oltre che in generale i mercati finanziari globali, indipendentemente dal se siano di prima generazione, o successive. Si distinguono per forte imprenditorialità, visione e strategia, con qualche rischio a livello di Governance, che viene ad esempio in soccorso laddove obiettivi più emotivi, e non economici, potrebbero influenzare negativamente le decisioni della famiglia», precisa il Cio di Ubs.

Nel bene e nel male, la fortuna di tali aziende è la famiglia, a essa sono legate a doppio filo, travalicando una dimensione meramente economica. «A fare la differenza è la profonda lungimiranza di chi le guida, il voler guardare lontano sin dal principio. L'imprenditore calibra le sue azioni già consapevole che la 'creatura' cui sta destinando incredibili energie sarà un giorno tramandata. Energie anche finanziarie, buona parte degli utili sono infatti trattenuti in azienda e reinvestiti ciclicamente», sottolinea Massimiliano Morelli, responsabile del Dipartimento Private Banking Consulenza per imprenditori e dirigenti di Banca Stato.

Ma è a livello apicale che si fanno i giochi, ed emergono le fondamentali differenze derivanti dai diversi ruoli. «Essere proprietari di un'azienda è un privilegio, un impegno, una responsabilità, oltre che una grande passione. Sono i fattori chiave del successo per un imprenditore, ed è la distanza che lo separa da un altrettanto bravo manager; deve rispondere a se stesso e alla famiglia, è dunque maggiormente sotto pressione. Ma soprattutto deve confrontarsi con un'importante sfida: mantenere inalterati nel tempo gli equilibri interni alla famiglia, tali da continuare a giustificare un obiettivo comune di lungo termine e di tale rilevanza. Maggiori oneri, ma anche onori, in caso di successo», chiarisce il Ceo di Veco.

Oneri e onori equamente distribuiti, rischi significativi, ma anche regole; poco importa se e quanto ufficializzate. «L'attaccamento al business da parte dell'imprenditore, e/o della famiglia, deve essere controbilanciato da regole altrettanto sentite, fatte proprie e rispettate, soprattutto nel caso di famiglie sensibilmente 'allargate'. A patto che lo siano gli

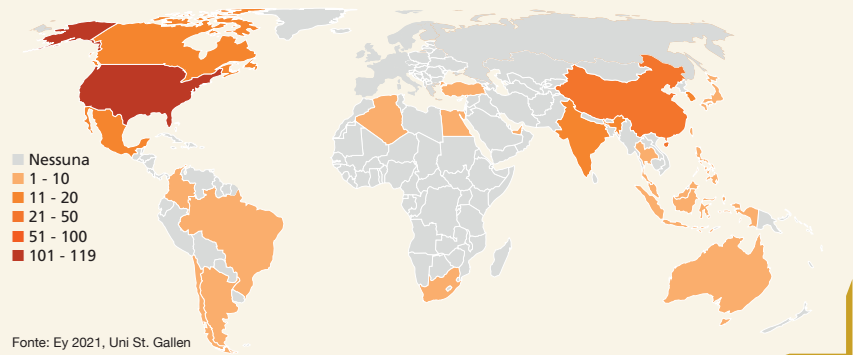
«La principale volontà del nostro fondatore era tramandare la sua reputazione, il suo nome, di cui le generazioni successive restano custodi. Il ruolo della famiglia è vegliare sull'impresa, trasmettendola migliorata agli eredi»

Laurent Gagnebin,
Ceo di Rothschild&Co Bank



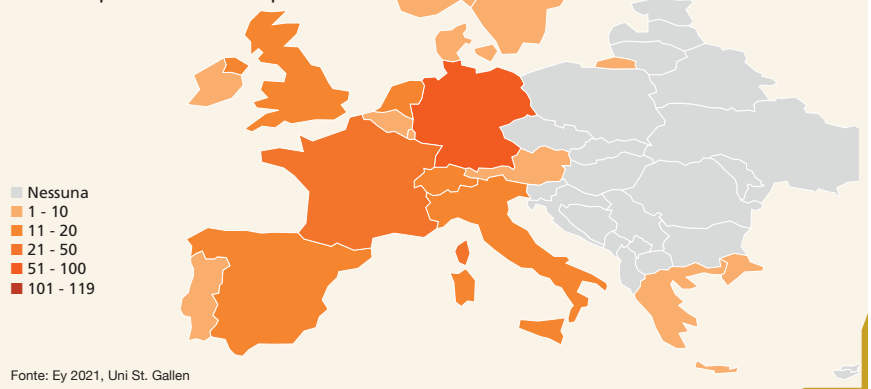
Top 500 mondiale

Dove si trovano le 500 aziende di famiglia più grandi al mondo?
Distribuzione per Paese del n. di quartieri generali



Top 500 mondiale

Aziende per Paese in Europa



equilibri in questo tipo di aziende potrebbero essere più sani e sostenibili che non in una quotata, in cui sia tutto codificato puntigliosamente. L'interesse finanziario è determinante per i suoi azionisti, ma tutto il resto lo è pure, e, spesso, di più», precisa il Director di Deloitte.

In presenza ovviamente di qualche freno congenito, facilmente intuibile. «La struttura stessa di tale azienda può costituire un limite organico alla sua crescita,

Secondo l'ultimo aggiornamento del Family Index di Ernst&Young, una larga parte delle 500 imprese di famiglia più grandi e quotate si trova nei Paesi sviluppati, specie in Europa, dove nei fatti sono anche nate. Il capitalismo americano ha generato però le holding dalla maggior capitalizzazione, con nomi spesso sbalorditivi. Si distinguono però anche Svizzera e Germania.

condivisione e dialogo possano essere elementi fondamentali nel garantire un futuro all'impresa, e nel governarla anche meglio di molte aziende pubbliche, in ogni caso non vanno sottovalutati i vantaggi dell'altro modello. Ma anche in questo caso fare paragoni potrebbe risultare scivoloso. «È molto spesso a livello di Governance che le agenzie di rating affibbiano valutazioni molto scadenti a queste imprese, ma vale la pena guardare oltre i semplici 'score'. Le frequenti 'deficienze' a livello finanziario, derivanti dalla scarsa indipendenza presente nei Board, di diritti di voto, o di remunerazione dei dirigenti hanno poca rilevanza, pur incidendo sulle valutazioni. Sono generalmente aziende disciplinate, con poco debito, e che contengono la spesa corrente. Possibili rischi potrebbero essere dati da un Audit inefficiente, dove però ottengono valutazioni paragonabili alle quotate», sottolinea Downes.

La mancanza o l'ambiguità di determinati aspetti regolativi tra famiglia e impresa potrebbe infatti dar luogo a conflitti, non solo interni alla famiglia. «A dover prevalere deve sempre essere la meritocrazia, riconoscendo e remunerando il giusto i ruoli apicali, e attirando talenti dall'esterno. La mancanza di una chiara divisione dei ruoli, tra famiglia e società, potrebbe creare problemi nel determinare la strategia da perseguire, e l'alimentarsi di situazioni conflittuali. Nel fare questo un certo rigore, anche formale se necessario, può essere utile rispetto ad adempimenti e regole, operative e di comportamento, che devono essere rispettate e applicate a tutti», precisa Alessandro Santini, Head of Corporate Advisory e Investment Banking del Gruppo Ceresio Investors.

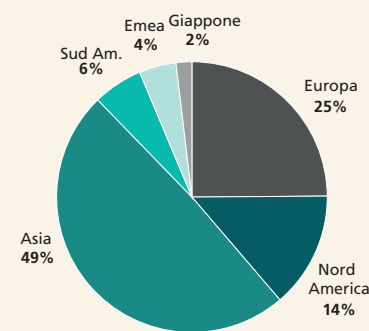
Sono del resto molti i sospetti e le diffidenze del mercato rispetto a 'casi limite', o meglio, che sarebbero tali in molte circostanze, a eccezione proprio di un ambito tipicamente familiare. «L'idea un po' naïf è che il forte controllo esercitato da un singolo azionista possa tradursi nell'estrazione di valore dall'azienda, trascurando invece un dato dimostrato: la stabilità consente di focalizzarsi su investimenti strategici di lungo periodo, sopportandone nell'immediato il costo, ma creando valore anche per gli azionisti di minoranza. A patto che i comitati Nomine, Remunerazione e Audit siano indipendenti, è sufficiente che lo siano solo un terzo dei membri del Board, rispetto al 50%

«Le aziende familiari sono le più performanti nel lungo periodo, dimostrano quindi la reale efficacia della sostenibilità. Vivono in simbiosi con il loro territorio, con le sue istituzioni, e con la comunità locale. Ma ne sono anche fortemente dipendenti»

Flavio Audemars,
Ceo di Audemars Holding

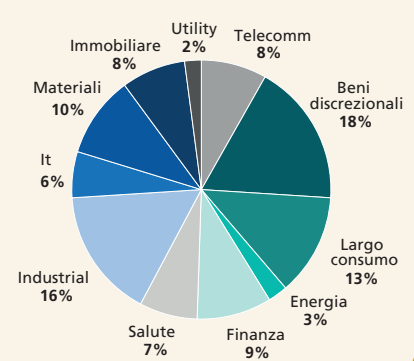


Family 1000 distribuzione per regione



Fonte: Credit Suisse Research, Thomson Reuters Datastream

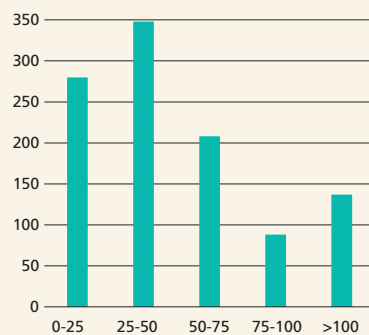
Family 1000 distribuzione per settore



Fonte: Credit Suisse Research, Thomson Reuters Datastream

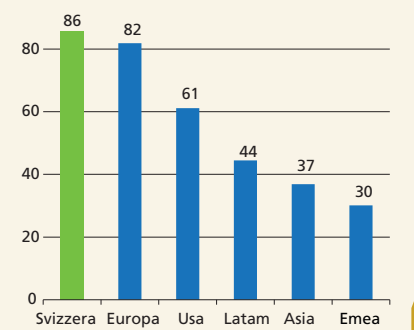
Universo d'investimento

Distribuzione per anni di attività



Fonte: Credit Suisse

Età media delle imprese dell'universo d'investimento
per regione (in n. di anni)



Fonte: Company data, Credit Suisse estimates

canonico», prosegue l'analista di Pictet.

La creazione di valore avviene dunque nel più lungo periodo, a patto di accettarlo e non aver premura i rischi appaiono tutto sommato ragionevoli. «Se gli obiettivi di famiglia e impresa sono la creazione e conservazione della ricchezza accumulata, è inevitabile la capacità di cogliere opportunità a breve termine sia limitata, e che questo possa talvolta frenare il processo decisionale. Il tempo consente però

Nel caso del Family 1000 l'Asia vale metà dell'indice, mentre i beni, di largo consumo o discrezionali, un quarto. Oltre la metà può vantare sino a 50 anni di attività, dunque sono di prima o seconda generazione. In media è la Svizzera a ospitare le più vecchie, seguita a stretto giro dal Vecchio Continente, mentre gli Stati Uniti le più grandi, e l'Asia le più numerose.

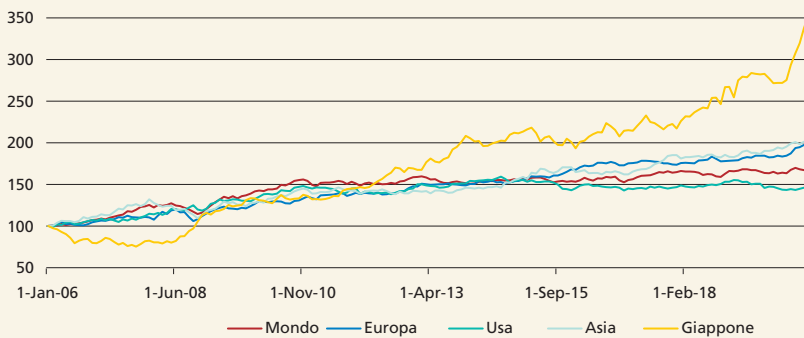


«Dopo un'esperienza diretta come paziente, decisi di fondare nel 1999 l'azienda, che in questo senso è unica: è stata fondata da un paziente. Questo spiega la nostra attenzione nello sviluppare soluzioni innovative, per l'utente finale oltre che per i sistemi sanitari»

Alberto Siccardi,
Fondatore e Presidente del Board
di Medacta International

La caccia all'Alpha

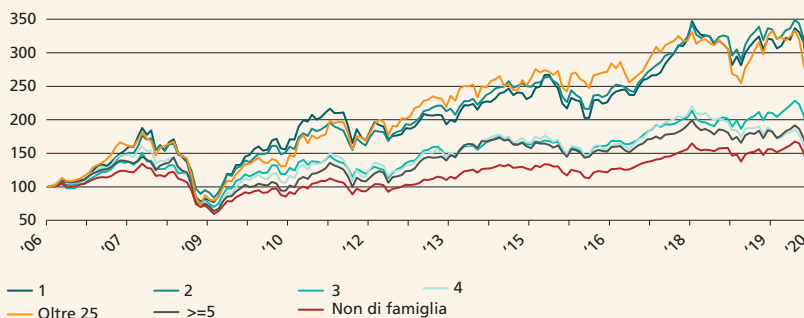
Performance relativa aziende di famiglia e non, per regione (100: 2006)



Fonte: Credit Suisse

Performance di mercato

Per numero di generazioni proprietarie (100: 2006)



Fonte: Credit Suisse

Non sempre, ma in molti casi, essere qualificati come azienda di famiglia coincide anche con performance di mercato e risultati aziendali migliori delle concorrenti pubbliche. Una proprietà lunga più generazioni garantisce stabilità e dunque anche investimenti più importanti e su più anni, con ricadute positive sulla competitività. In questo caso è il Giappone a fare meglio.

il germogliare di strategie più olistiche, che contemperino una miglior gestione del rischio, richiedendo uno sviluppo del business più attento e costante, che però la famiglia è ben disposta a esercitare, sostenendo costi più strategici e rischi controllati», riflette Guglielmin.

I problemi di Governance sono però strettamente legati alle dimensioni dell'impresa, e soprattutto all'imprenditore. E a dipendenza di questo della fa-

miglia. «Le piccole imprese, specie negli anni successivi alla fondazione, restano saldamente nelle mani dell'imprenditore, senza dunque questi rischi. Al crescere delle dimensioni, e con l'avanzare dell'età del timoniere, può subentrare la necessità di coinvolgere un management esterno. A pesare però è anche la composizione della famiglia alle spalle, la cui croce e delizia sono gli eventuali figli. Dotarsi di un chiaro regolamento e prerequisiti per l'ingresso in azienda è nell'interesse di tutti, ma nel caso delle situazioni più complesse il trust può costituire una valida alternativa», fa notare Fiala.

Esternalizzare, affidando la gestione corrente a un gruppo di professionisti non è del resto da scartarsi a priori, anche soltanto come soluzione tampone a dinamiche non ancora mature. «A seguito della vendita di parte dell'impresa, laddove non tutta, la costituzione di un Family Office o un trust non è un passaggio insolito. Pur rimanendo il controllo indiretto dell'azienda in mano alla famiglia, ne tutelò maggiormente il patrimonio in prospettiva, segregandolo, e fornendo delle linee guida alla generazione successiva per una corretta gestione, diversificando allo stesso tempo il rischio. Non dev'essere interpretato come l'allontanamento dell'impresa dalla famiglia, quanto come un importante aiuto», precisa De Blasi.

Questione di feeling? Al crescere delle dimensioni emergono inevitabilmente i problemi legati a una struttura organizzativa spesso snella, ma il formalizzarsi della stessa, e l'aprirsi all'esterno, se scioglie alcuni nodi, ne crea altri. «L'allineamento completo degli interessi tra manager e azionisti non è qualcosa cui si debba tendere a ogni costo, si tratta di cercare costantemente il minimo comune denominatore, tale da garantire un'unione d'intenti a livello strategico. A dipendenza di molti fattori, culturali, successori, o generazionali, affidarsi a un management esterno può essere utile e interessante, può portare competenze, e traghettare la realtà per un periodo anche lungo», evidenzia Audemars.

Gli anticorpi al presentarsi di potenziali problemi sono però congeniti alla natura del business: il management deve capire la situazione, e adeguarsi. «Chi arriva dall'esterno deve capire cultura e valori della struttura in cui va a inserirsi, ma soprattutto guadagnarsi la fiducia della famiglia, che avendo il controllo quasi

assoluto non permetterà distorsioni eccessive degli equilibri precedenti, più facilmente tollerabili altrove. Tra manager e proprietà dev'esserci dunque feeling e fiducia reciproca, e questa è una forte garanzia», prosegue il Director di Deloitte.

L'allineamento passa però anche dalle modalità di remunerazione del management, non solo nelle aziende di famiglia, anzi. «Spesso non si considera che le best-practice in questo ambito, specie a livello di quotate, ad esempio le stock option, non siano altro che un tentativo di ricalcare quanto avverrebbe normalmente in un'impresa familiare, dove i suoi membri sono allo stesso tempo principali azionisti, e godono proporzionalmente di un salario più contenuto», nota Downes.

Go public. A un certo punto del ciclo vitale di un'impresa la quotazione diventa un'alternativa, più o meno interessante e realizzabile a dipendenza dei singoli casi. Ma cosa significa davvero fare il grande passo? «Indipendentemente dal fatto che sia o meno di famiglia, è una scelta importante. Oltre che dal tipo di settore, la decisione dipende dalla capacità della famiglia di raccogliere le risorse necessarie a finanziare lo sviluppo dell'azienda in linea con le sue potenzialità. Il prezzo da pagare per farlo è la perdita di indipendenza, e la sopportazione di diversi costi, ma il vantaggio è il poter disporre subito dei fondi necessari all'attività d'investimento», chiosa il fondatore di Aif-Ticino.

Un'ampia serie di altri vantaggi, indiretti, fanno spesso pendere l'ago della bilancia a favore della quotazione, ma non per questo è priva di difficoltà. «Una quotata acquisisce maggior visibilità, e questo può aiutare ad attrarre talenti, anche in considerazione del fatto che una successiva cessione di eventuali stock option risulterebbe facilitata. È però anche vero che quotarsi comporta una maggior complessità della gestione e della Governance dell'impresa, richiedendo la presenza di figure prima spesso assenti, dall'investor relator al risk management, dalla compliance al regulatory», sostiene Santini.

Ma cosa fare delle risorse raccolte, e come misurarsi con il nuovo azionariato? «La quotazione spesso incorpora piani importanti di internazionalizzazione, significa del resto presentarsi agli investitori, uscire allo scoperto e rendersi più trasparenti, ma allo stesso tempo anche creare un 'vincolo esterno', un ulteriore incentivo a lavorare meglio, rendendo

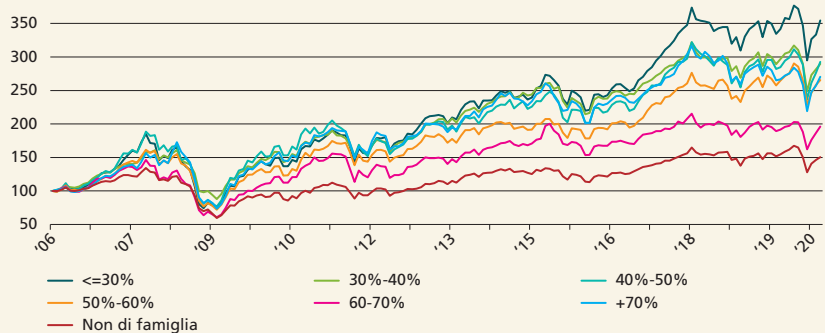
«Nel nostro settore Poliform è sinonimo di qualità, alla cui base sta 'la conoscenza del legno', che affonda le sue radici nella tradizione artigiana della Brianza, ancora in grado di rinnovarsi, divenendo oggi know how tecnologico, sempre all'avanguardia»

Giovanni Anzani,
Ceo e Presidente di Poliform



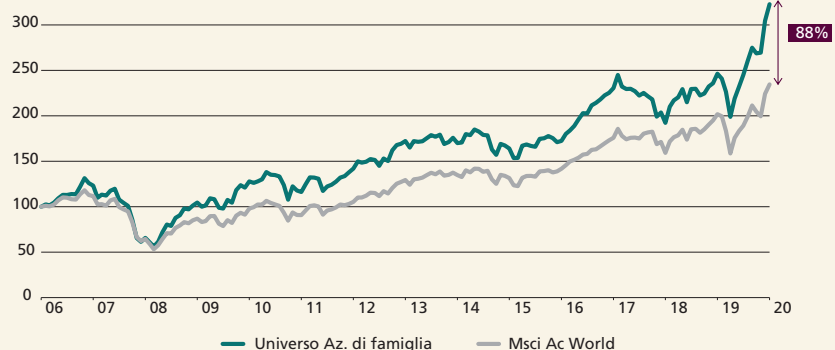
Mercato sì, ma non troppo

Performance relativa alla quota di controllo della famiglia (100: 2006)



Fonte: Credit Suisse

Performance azionaria (100: 2006)



Fonte: Pictet Am

conto anche ad altri azionisti. Il rischio è focalizzarsi troppo sui risultati trimestrali, perdendo di vista il lungo periodo», fa notare il Ceo di Veco Invest.

In questo ambito la Piazza svizzera, specie a livello settoriale, ricopre da sempre un ruolo importante per intuibili storiche ragioni. «Zurigo beneficia dei tradizionali atout elvetici, a cui si somma la reputazione del nostro sistema finanziario, con conseguenze sulle Life Science, vanta in-

Azienda di famiglia è una definizione non di rado ambigua, celata da strutture societarie spesso molto articolate, e non direttamente riconducibili a un'unica persona. A dipendenza però della quota di capitale sociale in mano a un gruppo più o meno coeso di individui a cambiare significativamente è anche la performance sul mercato. Resta il vantaggio sul mondo delle pubbliche.



«In tempi di difficoltà queste imprese si dimostrano particolarmente resilienti. La solidità di bilancio consente loro di investire anche quando gli altri tagliano sui costi e svendono, e questo le fa uscire dalle crisi più performanti e competitive di prima»

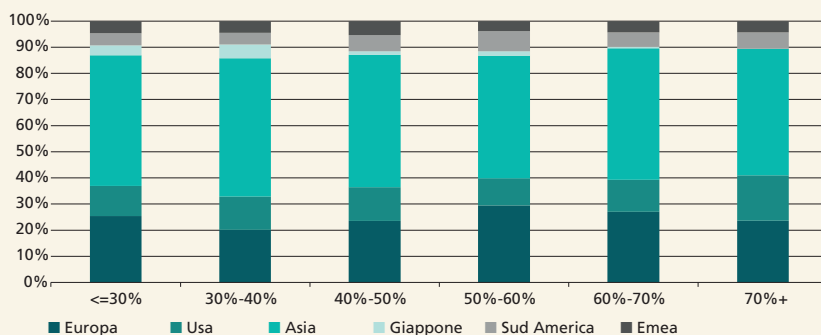
Duncan Downes,
Senior Client Portfolio Manager
di Pictet Asset Management

fatti oltre il 40% della capitalizzazione di mercato totale europea. In questo senso Credit Suisse non si è mai tirata indietro, tra il 2010 e il 2016 abbiamo partecipato a nove delle 15 operazioni, e nell'ultimo anno abbiamo affiancato società come Abb, Amag Leasing, Givaudan, Nestlé, e Syngenta», precisa Marzio Grassi, responsabile regione Ticino e Corporate Banking Ticino di Credit Suisse.

Conservative ma vincenti. I numeri del comparto promettono bene, sia a livello di fondamentali, sia a livello di performance, con bilanci significativamente solidi, sia in aggregato, che in casi specifici. Una rarità, insomma, destinata a suscitare qualche interesse. «Si tratta in genere di società che sotto-utilizzano il loro capitale, e agiscono con grande prudenza; hanno margini di profitto operativo inferiori alla media dell'indice

Paese che vai, controllo che trovi. A contare non è però più di tanto la geografia, quanto gli assetti societari, molto diversi di regione in regione. In generale le aziende di famiglia si confermano finanziariamente molto più solide, e pronte ad affrontare periodi anche turbolenti, senza passare facilmente di mano.

Distribuzione per quota di controllo della famiglia



Fonte: Credit Suisse Research

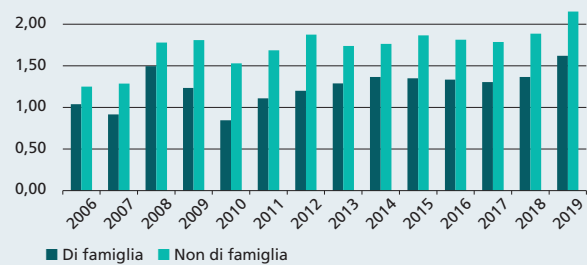
L'uovo di Colombo?

Nonostante tutte le doverose premesse del caso, le aziende di famiglia sono un'opportunità d'investimento concreta, e posti tutti i requisiti che dovrebbero essere rispettati per diminuire i rischi, è ben altra cosa riuscire a determinare quando un'azienda sia davvero tale. Una base di partenza può essere il Global Family Business Index, di Ernst&Young, e dell'Università di San Gallo. «Comprende le 500 più grandi aziende familiari al mondo, quotate e non. Concentrandoci sulle prime, e supponendo che una generazione duri un trentennio, buona parte dell'indice vede aziende di prima o seconda generazione, è orientato alle small cap, e ha un sottopeso significativo verso gli Stati Uniti, a vantaggio di Europa, America Latina e Asia Pacifico. A livello settoriale premia invece i beni di consumo, e sottopesa finanziari, sanitari e It», sottolinea il Cio di Ubs.

Ma come si sono comportate negli ultimi mesi le quotate, confrontate con l'emergenza pandemica? «Forti dei loro bilanci sani hanno attinto meno della media agli aiuti statali, mantenendo gradi di occupazioni paragonabili, e hanno continuato a sovraperformare il resto del mercato anche a livello di listini azionari. Se guardiamo al nostro universo *Family 1000* si tratta di una sovraperformance di oltre 300

Solidità patrimoniale

Rapporto indebitamento netto/Ebitda



Fonti: Credit Suisse Research, Thomson Reuters Datastream

bps nel solo 2020», sottolinea il responsabile di Credit Suisse. Guardando invece al futuro le buone notizie non sembrano essere finite. «Secondo il Boston Consulting Group in tempi di difficoltà queste imprese danno la precedenza alla resilienza, concentrandosi sui loro tradizionali atout: qualità, crescita, redditività in presenza di una minor leva finanziaria. Gli investitori le stanno già premiando, e non a caso, la solidità di bilancio consente loro di investire anche quando gli altri tagliano sui costi e svendono, e questo le fa uscire dalle crisi più performanti di prima», conclude l'analista di Pictet.

Msci World, ma anche una crescita di utili a lungo termine superiore. Rispetto alle oltre 1600 società dell'indice, dal 2000 a oggi, le aziende di famiglia hanno avuto un indebitamento medio inferiore di 78 punti percentuali, ciononostante allo scoppio delle crisi il loro indebitamento cresce più velocemente del mercato; ma si riprendono più in fretta. Anche a livello di dividendi sono meno generose, negli ultimi dieci anni il payout ratio medio è stato del 34% contro una media del 37, al pari delle spese in conto capitale al 7,3% rispetto alle vendite, contro una media dell'8% dell'indice», nota il Cio di Ubs.

Rimane però un universo particolarmente complesso, in parte a causa della sua scarsa trasparenza, che richiede dunque la presenza di un professionista. «È indispensabile un approccio d'investimento solido e attivo per destreggiarsi, anche soltanto a livello di quotate. Nella maggior parte dei casi bisogna spingersi oltre la semplice due diligence, e le logiche aziendali, approcciando olisticamente l'impresa. Nonostante possano reagire male alle crisi, è anche vero che rimbalzano rapidamente. Dopo il crollo del 2008 hanno ad esempio sovraperformato l'indice Msci All Country del 27%, nei successivi 33 mesi, e stanno replicando oggi», riflette l'analista di Pictet.

Ma soprattutto non mancano i rischi, tipici del segmento, e generalmente più difficili da individuare. «Si tratta tendenzialmente di imprese più piccole della media di mercato, dunque più soggette alla congiuntura e alla volatilità di borsa, data da un livello di illiquidità maggiore derivante da un flottante contenuto. Nonostante la loro solidità le valutazioni azionarie sono state storicamente inferiori alla media, da un lato per l'illiquidità, specie gli investitori istituzionali devono poter cedere grandi posizioni in qualunque momento, dall'altro per il ridotto potere degli azionisti di minoranza. Sono titoli che offrono alta qualità e caratteristiche difensive, e in cui i mercati privati offrono interessanti opportunità», prosegue Guglielmin.

Lungimiranti per natura. Il fatto che solitamente le aziende di famiglia siano attive in settori della Old Economy, per ovvie ragioni, non significa che non siano innovative, o che non abbiano assimilato tale valore nel loro pantheon. Anzi. Spesso è vero il contrario. «Il rispetto della filosofia aziendale e dei valori costitutivi non implica una totale assenza di im-

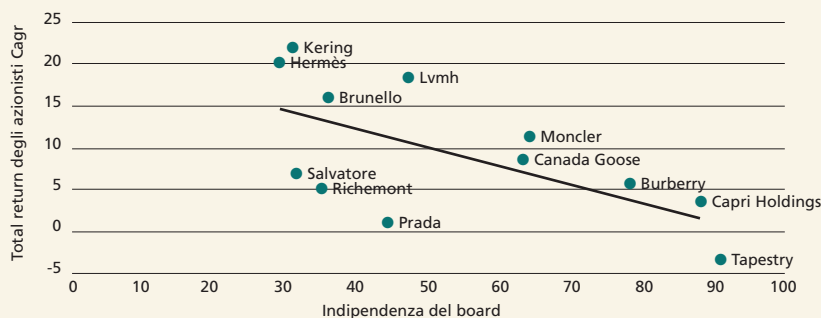
«Il territorio dove opera è molto spesso il luogo dove la famiglia vive ed è cresciuta, e di cui vuole prendersi cura. Il legame che si crea è parte della magia che solo un'impresa di famiglia sa creare, e che riesce a suscitare in tutti gli attori che vi gravitano attorno»

Massimiliano Morelli,
Responsabile Consulenza imprenditori e dirigenti di Banca Stato



La disciplina finanziaria

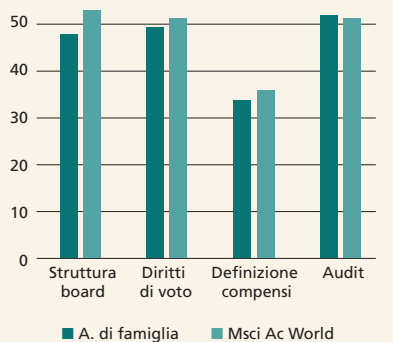
Aziende di famiglia nel settore dell'alta gamma, confronto tra il rendimento per l'azionista e il livello di indipendenza del board



Fonte: ISS, Refinitiv, Exane, Pictet

Governance

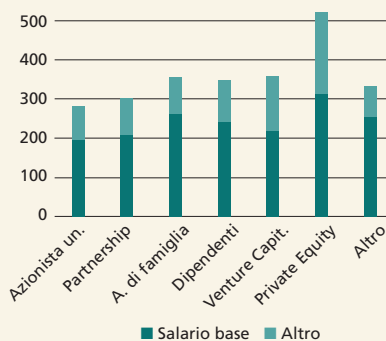
Sotto indici della valutazione



Fonte: Pictet Am

Remunerazione dei Ceo

Per tipologia di controllo (dati 2018, mia usd)



Fonte: Pictet

prenditorialità o innovazione; per poter sopravvivere a più generazioni deve sapersi costantemente adeguare al cambiamento, interpretandolo. Rothschild&Co non opera più secondo i dettami scritti nel 1810 da Mayer Amschel, sarebbe stato del tutto impossibile portare avanti la tradizione, ma a fronte delle preoccupazioni di lungo periodo, tipiche delle aziende di famiglia, questo è normale, fa parte della nostra natura», commenta Laurent

Tra le principali accuse rivolte al comparto ricorrente è la scarsa indipendenza dei Board, in cui spesso la maggioranza dei diritti di voto è in mano a un unico azionista, la famiglia. Questo non è però molto significativo, sono infatti aziende molto più disciplinate della media di mercato, con una remunerazione del Top Management perfettamente in linea. A contare sono altri organi.

Gagnebin, Ceo di Rothschild&Co Bank.

Eppure, anche nel caso dei settori più tradizionali, non per forza innovazione è sinonimo di digitale. Spesso è anche il contrario. «Dipende tutto dalla figura del timoniere, dall'età ma anche dall'elasticità mentale, e dal settore in cui opera. Innovare può significare molte cose, va declinata a livello di prodotto, ma anche nelle reti di vendite e dei canali di distribuzione, e per farlo servono le persone giuste. È un insieme di fattori che devono essere ben interpretati», nota Fiala.

Settori e settori, dunque terziario, l'industria della finanza, ma anche il

secondario, con il manifatturiero, fiore all'occhiello dell'Europa. «La storia di Poliform è quella di un'impresa che pur avendo raggiunto una dimensione internazionale, ha saputo conservare la sua cifra familiare. Dopo averla fondata nel 1970, evolvendola da una realtà esistente dal 1942, abbiamo deciso di investire nelle nuove tecnologie produttive puntando sui sistemi modulari componibili, e questo ci ha regalato il successo. Siamo stati i fautori del cambiamento, riuscendo a declinare una conoscenza tecnica specifica e una cultura del 'saper fare' con una visione imprenditoriale che ha colto

i cambiamenti sociali in atto», sottolinea Giovanni Anzani, Ceo e presidente di Poliform, azienda italiana leader del mercato dell'Arredo.

Nonostante le apparenze l'innovazione è un valore chiave per la sostenibilità di lungo periodo del comparto, e che viene tenuto costantemente al centro del dibattito. Atteggiamento catturato anche dai numeri. «Nonostante le spese in conto capitale siano gestite oculatamente, investono con fiducia e in modo estensivo in ricerca e sviluppo. Dal 2000 hanno mantenuto una media annua del 2,7% delle vendite, in linea con il resto del mercato. Si può dunque concludere che dimostrino una disciplina del capitale migliore della media generale, con un grado d'innovazione superiore che si riflette su utili a lungo termine maggiori. Sono dunque finanziariamente conservative, attente a disciplina e qualità del capitale, ma innovative», mette in evidenza il Cio di Ubs.

Approccio particolarmente significativo nel caso di settori più giovani, e forzatamente innovativi. «Alla base del successo del nostro Gruppo c'è sicuramente la capacità di innovare basata su una chiara visione di medio-lungo termine caratteristica tipica delle aziende familiari. La nostra totale dedizione all'azienda, unita alla flessibilità e alla rapidità decisionale, le hanno permesso di cogliere molte opportunità e di continuare a correre negli anni. Abbiamo sviluppato soluzioni innovative a beneficio del benessere del paziente, e anche della sostenibilità del sistema sanitario», enfatizza Alberto Siccardi, fondatore e presidente del Board di Medacta International, azienda svizzera leader di mercato nell'ortopedico.

L'esigenza di essere innovative per sopravvivere alle generazioni, ne stimola l'attività d'investimento, che dunque, rispetto alle dimensioni, è anche superiore rispetto alla media di mercato, ma questo si scontra con un maggior conservatorismo a livello di capitale umano. Come

Questo genere d'impresa non conta la sostenibilità tra le priorità, e non la dichiara nemmeno. In circostanze normali, dunque molto prima della recente moda, già lo erano, grazie a un profondo attaccamento al territorio, andato germogliando nel corso dei decenni, di generazione in generazione, con la comunità locale.

Priorità aziendali dell'universo (in % degli intervistati)



Fonte: PwC Family Business Survey 2021

Metterci la faccia

Se in generale le aziende quotate sono particolarmente sensibili nel 'rimanere scottate' da eventuali scandali, per non rischiare di intaccare la propria immagine agli occhi degli investitori, nel caso delle aziende familiari il problema è ancora più sentito, e viscerale. «In termini Esg ottengono in media valutazioni soddisfacenti, con ottimi risultati in 'E' ed 'S', e meno in 'G'. Questo è perfettamente comprensibile; molto spesso la famiglia ha dato il suo nome anche all'impresa, non sorprende dunque sia particolarmente protettiva rispetto al brand, e concentrata a evitare possibili scivoloni, anche legali», nota l'analista di Pictet.

È nel caso di questa tipologia di aziende che i beni intangibili, diversi da quelli di altri settori, giocano il loro ruolo. «Sono molti gli elementi che creano valore a livello di bilancio di queste imprese, ad esempio il contributo che porta la figura dell'imprenditore, e che vengono ben riassunti nel brand, in cui si riflettono i suoi valori, come nel caso del settore dei consumi», nota il Cio di Ubs.

Reputazione che un'azienda di famiglia di un certo successo, e con una storia alle spalle, si è guadagnata localmente. «La propria storia è una carta fondamentale che può essere giocata anche a livello internazionale, per stimolare e accelerare lo sviluppo del business. A parità di condizioni può fare davvero la differenza, partire da zero è più difficile, un track record non si compra», nota De Blasi. Valori che possono riflettersi anche nei bilanci, seppur con qualche condizione. «Il valore aggiunto di una Governance familiare risiede nell'attaccamento alla sua identità, che nel corso delle generazioni diventa un vero e proprio goodwill. Ovviamente il presupposto è che l'ingresso in azienda dei membri della famiglia non ne comprometta le competenze manageriali», conclude Santini.

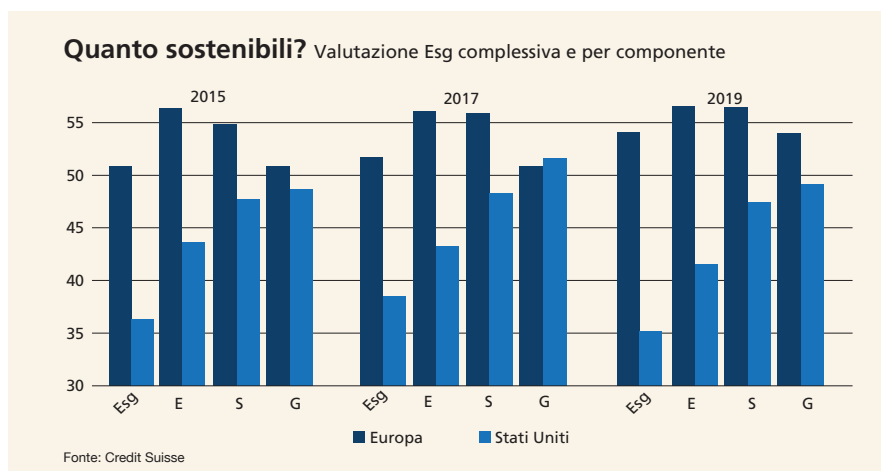
mediare? «Un ruolo preminente nello ‘sviluppo’ lo ricopre la famiglia, possono essere prese decisioni più radicali e in meno tempo, ma è fondamentale che chi le debba prendere capisca anche la natura del problema. È il dialogo tra diverse generazioni attive in azienda a fare la differenza, spesso i più giovani hanno fatto esperienza all'estero, e lì si sono formati, una volta tornati a casa il loro compito è portare idee nuove, e stimolare il dibattito», chiosa il Director di Deloitte.

Come tutto è iniziato. Non è a livello materiale che il vero valore di un'azienda di famiglia sia davvero trasmesso, le tecnologie cambiano, gli impianti vanno adeguati, gli immobili demoliti, a restare sono i valori posti al centro della storia sin dal suo principio. «La trasmissione dell'identità è un compito intergenerazionale, che nelle aziende di famiglia risulta più facile che non altrove, proprio perché tali valori sono parte non solo dell'impresa, ma sono anche impressi nell'educazione di figli e nipoti. I manager sono chiamati a interpretarli e applicarli nella gestione quotidiana, ma è la famiglia che deve restarne la vera custode nel tempo», precisa il Ceo di Audemars Holding.

Nonostante l'educazione impartita, anche in questo caso nulla deve essere dato per scontato, potrebbero non mancare le sorprese. «Il rischio che l'identità vada perduta esiste, non è remoto. Tramandare i valori è difficile, specie se risalgono a un tempo ormai lontano, e se questo vale nel caso dei figli, ancora più difficile è farlo con i manager. Ma è la sfida dell'imprenditore, interpretare tali valori, creando valore per sé, la famiglia, e riuscire a tramandarli. L'ingrediente fondamentale per farcela è la passione, valore unico che solo le imprese di famiglia sanno ancora creare», conclude Stefano Fiala.

Le imprese di famiglia sono le vere locomotive dell'economia mondiale, lo sono sempre state, e continueranno a esserlo, specie in una fase congiunturale delicatissima, e nel segno della ripresa. Da sole muovono oltre i due terzi di un Pil che mai come in questo momento ha bisogno di vigore e decisioni dettate da qualcuno che voglia davvero prendersene la piena responsabilità, come solo un imprenditore sa ancora fare.

La loro solidità patrimoniale, nonostante le sofferenze patite allo scoppio di una qualunque crisi, consente infatti di poter continuare a investire, preparandosi



pazientemente a quando sarà possibile tornare a correre, ancora più competitive di prima, avendo sfruttato l'occasione per fare ordine nei propri progetti.

In questo senso le BigTech sono emblematiche dell'inverso: solidità patrimoniale estrema, determinata da cash flow faraonici, ma che di fatto non trovano più idee che valga davvero la pena sviluppare. Morto o uscito il fondatore la vena creativa va esaurendosi molto rapidamente, tanto da andare avanti quasi tre lustri riproponendo versioni migliorative dello stesso identico prodotto, come il caso Apple insegna; per non guardare a Microsoft.

A venir meno è infatti stata la passione, e non c'è stata una famiglia disposta a subentrarvi raccogliendone l'eredità. Un buon manager può gestire un'impresa anche meglio di un imprenditore, come spesso accade, ma allo stesso tempo sarà portato istintivamente ad amministrarla, tenendola dunque in assetto, efficiente e reattiva, ma molto meno propositiva e innovativa di quanto non sappia invece fare la figura misteriosa e alchemica dell'imprenditore, colui da cui è nato tutto.

Le scarse valutazioni a livello di Esg ricevute dalle agenzie di rating sono in larga parte riconducibili ad apparenti disfunzioni della Governance, che pur mantenendosi inferiore alla media è migliorata nel corso degli ultimi anni. A contare è però spesso la vocazione di tali imprese, al lungo periodo, che le costringe a essere sostenibili oltre che efficienti, disciplinate e innovative.

La grande Storia ne ha resa possibile la nascita, l'evolversi della società moderna potrebbe invece sancirne la fine, tra mille potenziali rischi: perdita di identità, disinteresse della generazione successiva, vincoli normativi e fiscali proibitivi, concorrenza sleale internazionale. Sono molte le sfide che ancora una volta l'imprenditore dovrà affrontare, ma se anche solo dovesse pensare di mollare il rischio sarà di inaugurare un nuovo paradigma economico, all'insegna di una sana e prudente gestione, e zero rischi. La fine dell'idea stessa di innovazione. □