



**UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA**  
**DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI**  
**"M.FANNO"**

**CORSO DI LAUREA MAGISTRALE IN ECONOMIA E DIRITTO**

**TESI DI LAUREA**

**IL FAMILY BUY-OUT NELLE IMPRESE FAMILIARI**  
**STRUMENTO DI GESTIONE DEL RICAMBIO GENERAZIONALE O EXTREMA RATIO?**

**RELATORE:**

**CH.MO PROF. FABRIZIO CERBIONI**

**LAUREANDO/A: SILVIA COTTA**

**MATRICOLA N. 1189324**

**ANNO ACCADEMICO 2019 – 2020**



Il candidato dichiara che il presente lavoro è originale e non è già stato sottoposto, in tutto o in parte, per il conseguimento di un titolo accademico in altre Università italiane o straniere.

Il candidato dichiara altresì che tutti i materiali utilizzati durante la preparazione dell'elaborato sono stati indicati nel testo e nella sezione "Riferimenti bibliografici" e che le eventuali citazioni testuali sono individuabili attraverso l'esplicito richiamo alla pubblicazione originale.

*The candidate declares that the present work is original and has not already been submitted, totally or in part, for the purposes of attaining an academic degree in other Italian or foreign universities. The candidate also declares that all the materials used during the preparation of the thesis have been explicitly indicated in the text and in the section "Bibliographical references" and that any textual citations can be identified through an explicit reference to the original publication.*

Firma dello studente

A handwritten signature in blue ink, appearing to read "Silvio Cotto", written over a dotted line.

*Ai miei genitori, che con i loro sacrifici hanno reso possibile il raggiungimento di questo obiettivo. Grazie per avermi trasmesso determinazione, costanza, senso di responsabilità ed onestà.*

*A mia nonna, per avermi sostenuta dal primo giorno.*

*A Lucalberto, per avere sempre creduto in me ed esserci sempre.*

*Alle mie amiche, per essere vicine anche se lontane ed aver condiviso con me questo percorso.*

# Sommario

<b>INTRODUZIONE</b> .....	<b>7</b>
<b>1 IL SISTEMA DELLE IMPRESE FAMILIARI</b> .....	<b>9</b>
1.1 Definizione e classificazione del fenomeno “impresa familiare” .....	9
1.2 Caratteristiche distintive dell’impresa familiare .....	13
1.3 Assetto proprietario e Corporate Governance .....	16
1.4 Vantaggi e limiti dell’impresa familiare .....	21
<b>2 IL PASSAGGIO GENERAZIONALE</b> .....	<b>26</b>
2.1 Il problema del ricambio generazionale.....	26
2.2 La pianificazione del passaggio generazionale .....	30
I piani strategici per la pianificazione .....	34
Traiettorie di crescita .....	41
2.3 Strumenti e strategie per il ricambio.....	44
Donazione .....	45
Usufrutto e affitto d’azienda .....	46
Patto di famiglia.....	47
Scissione.....	48
Conferimento d’azienda.....	52
La holding di famiglia .....	57
2.4 Ruolo dei professionisti nel passaggio generazionale .....	60
<b>3 LE OPERAZIONI DI LEVERAGED BUY OUT</b> .....	<b>65</b>
3.1 Struttura delle operazioni di LBO.....	65
3.2 Family Buy Out e Leveraged Cash Out.....	71
3.3 Teoria dell’agenzia nel FBO.....	75
3.4 Ruolo dei professionisti nel FBO .....	77
<b>4 CASO AZIENDALE: IL GRUPPO SAFILO</b> .....	<b>80</b>
4.1 Il Gruppo e il Modello di Business .....	81
4.2 Passaggio generazionale .....	83
4.3 Impatto del Family Buy Out sulle variabili aziendali.....	88
4.4 Considerazioni sul caso aziendale.....	91
<b>5 CONCLUSIONI</b> .....	<b>94</b>
<i>Bibliografia</i> .....	<b>99</b>
<i>Sitografia</i> .....	<b>103</b>

<i>Giurisprudenza</i> .....	<i>103</i>
<i>Prassi</i> .....	<i>103</i>

## INTRODUZIONE

Le imprese familiari sono fisiologicamente soggette al processo di passaggio generazionale. Il tessuto imprenditoriale italiano, da sempre, è costellato da una moltitudine di imprese a conduzione familiare, di diversa dimensione. Nelle imprese più grandi, caratterizzate da un numero elevato di eredi, è possibile che si configurino situazioni in cui non tutti i legittimi eredi sono interessati o in grado di gestire l'attività aziendale, causando così l'insorgere di conflitti e dissidi che minano concretamente la riuscita dei processi di transizione generazionale. Per affrontare tali situazioni, l'ordinamento italiano mette a disposizione degli imprenditori diversi strumenti, vantaggiosi sia dal punto di vista organizzativo sia da quello fiscale. Il presente elaborato si pone l'obiettivo di analizzarne alcuni, in particolare il Family Buy Out, concentrandosi sugli aspetti critici e sulle motivazioni che spingono i soggetti ad attuare tali operazioni.

In particolare, nel primo capitolo viene definita la fattispecie impresa familiare, descrivendone i tratti distintivi e ponendo l'attenzione sugli assetti organizzativi che la contraddistinguono. Viene messo in luce come la proprietà concentrata e la presenza di meccanismi di governance informali costituiscano al contempo i punti di forza e le criticità delle imprese familiari, anch'esse non immuni dai fenomeni di opportunismo e conflitti d'agenzia.

Nel secondo capitolo viene analizzato il processo di passaggio generazionale, percepito dalla maggior parte degli imprenditori come un momento negativo e lontano, che non necessita di una adeguata pianificazione. Si sottolinea come, al contrario, tale processo sia naturale nel corso della vita di un'impresa e possa rappresentare, se ben pianificato, un momento di svolta per gli sviluppi dell'azienda. Vengono, quindi, passati in rassegna i principali strumenti di gestione del processo di transizione, illustrandone gli aspetti civilistici, fiscali, i vantaggi e gli svantaggi, ferma restando l'esigenza di adattare ogni strategia alla particolarità del caso specifico. Viene, inoltre, analizzato il ruolo dei professionisti nel passaggio generazionale, adibiti a fornire un fondamentale supporto sia dal punto di vista tecnico ma soprattutto emotivo e psicologico. Essi, infatti, sono chiamati a combinare sapientemente competenze *hard* e *soft* per offrire all'assistito un servizio il quanto più completo possibile, dovendo immedesimarsi nelle situazioni ed essere contemporaneamente imparziale ma non indifferente alla specifica realtà imprenditoriale.

Nel terzo capitolo si approfondisce la fattispecie del Leveraged Buy Out, un'operazione straordinaria che vede protagonisti tre soggetti: il promotore, la società veicolo e la target,

spesso utilizzata per gestire i passaggi generazionali nella versione del Family Buy Out. Relativamente a questa operazione, ne viene esposta la struttura alla luce delle considerazioni precedentemente effettuate in merito alle imprese familiari, evidenziando come spesso venga posta in essere al solo fine di perseguire interessi personali. A tal proposito, infatti, viene analizzato il fenomeno del conflitto di agenzia, presente anche nelle imprese familiari, sotto forma di conflitto tra soci operativi e non, che spinge tali soggetti a piegare gli strumenti societari alle proprie volontà individuali.

Attraverso tale analisi, si è voluto affrontare in modo critico il tema del Family Buy Out, interrogandosi circa l'efficacia di tali operazioni qualora vengano poste in essere per affrontare il passaggio generazionale come fine ultimo di un percorso di affermazione personale, avallando le proprie spinte egoistiche. Si è dimostrato come l'attuazione di complesse operazioni che interessano la collettività dei soggetti coinvolti nell'azienda non siano adatte a perseguire obiettivi puramente individuali, causando il fallimento delle strategie e portando a risultati esattamente opposti rispetto a quelli attesi.

Infine, a supporto di quanto esposto nel quadro teorico, viene analizzato il caso Safilo, protagonista nel 2001 di una scalata da parte di uno dei tre fratelli, al fine di assicurarsi l'intero pacchetto azionario. Tale strategia è stata attuata attraverso l'indebitamento di una società veicolo che ha successivamente incorporato la società operativa, trasferendo l'ingente debito contratto su quest'ultima. A conclusione dell'operazione, l'azienda è stata venduta ad un fondo olandese, intervenuto anni prima per risanarne l'esposizione debitoria, configurandosi come il partner ideale per lo sviluppo delle strategie di crescita e sancendo così la fine della proprietà familiare di Safilo. Nell'analisi del caso viene messo in evidenza come l'operazione di FBO abbia compromesso le performance successive dell'azienda, sia in termini finanziari sia aziendali, inficiandone la competitività ed il buon funzionamento della governance.



# 1 IL SISTEMA DELLE IMPRESE FAMILIARI

## 1.1 Definizione e classificazione del fenomeno “impresa familiare”

Secondo i dati del XI Rapporto dell'Osservatorio AUB del 2019, le imprese familiari rappresentano il 65,8% della popolazione delle imprese italiane con fatturato superiore a 20 milioni di euro. Questo valore rappresenta una percentuale molto consistente del campione delle imprese considerate e riflette la caratteristica principale dell'imprenditoria italiana, ossia quella di concentrare la proprietà delle imprese nelle mani della famiglia fondatrice.

Figura 1: Assetti proprietari della popolazione di riferimento<sup>1</sup>

ASSETTO PROPRIETARIO	XI edizione	
	N	%
Familiari	11.079	65,8%
Filiali di Imprese Estere	3.065	18,2%
Cooperative e Consorzi	926	5,5%
Coalizioni	667	4,0%
Statali/Enti locali	606	3,6%
Controllate da Fondi di Investimento / P.E.	371	2,2%
Controllate da Banche / Assicurazioni	107	0,6%
Controllate da Fondazioni	19	0,1%
Public companies	8	0,0%
<i>Totale</i>	<b>16.845</b>	<b>100,0%</b>

La letteratura fornisce diverse definizioni di impresa familiare, che evidenziano diversi aspetti caratterizzanti la fattispecie in questione. Al fine di connotare in modo esaustivo il fenomeno impresa familiare ed esplicitarne i tratti distintivi, ne verranno analizzate alcune.

L'articolo 230 bis del Codice Civile attribuisce il carattere di familiarità all'impresa nella quale vi sia *“un familiare che presta in modo continuativo la sua attività di lavoro nella famiglia o nell'impresa familiare [...] e partecipa agli utili dell'impresa familiare ed ai beni acquistati con essi nonché agli incrementi dell'azienda, anche in ordine all'avviamento, in proporzione alla quantità e qualità del lavoro prestato. Le decisioni concernenti l'impiego degli utili e degli incrementi nonché quelle inerenti alla gestione straordinaria, agli indirizzi produttivi e alla cessazione dell'impresa sono adottate, a maggioranza, dai familiari che partecipano all'impresa stessa”*.<sup>2</sup>

L'organo costituito dalla Commissione Europea, il Family Business Group, nel 2009 ha definito in modo esplicito l'impresa familiare in questi termini:

<sup>1</sup> Fonte: Rapporto finale Osservatorio AUB, 2019.

<sup>2</sup> Art. 230 bis Codice Civile

*“A firm, of any size, is a family business, if: (1) The majority of decision-making rights is in the possession of the natural person(s) who established the firm, or in the possession of the natural person(s) who has/have acquired the share capital of the firm, or in the possession of their spouses, parents, child or children’s direct heirs; (2) The majority of decision-making rights are indirect or direct; (3) At least one representative of the family or kin is formally involved in the governance of the firm; (4) Listed companies meet the definition of family enterprise if the person who established or acquired the firm (share capital) or their families or descendants possess 25 per cent of the right to vote mandated by their share capital”.*

Tale definizione consente di qualificare come familiari:

- le imprese di ogni dimensione;
- le imprese nelle quali la famiglia non possiede l’intero capitale della società ma soltanto la maggioranza delle azioni, se la società non è quotata, o il 25% se la società è quotata;
- le imprese fondate o controllate da due o più persone non appartenenti alla medesima famiglia, ma anche soltanto legati da solide alleanze;
- le imprese non necessariamente gestite dalla famiglia fondatrice, ma anche quelle acquistate da famiglie imprenditoriali;
- le imprese controllate sia direttamente sia attraverso Holding o altri strumenti di controllo indiretto;
- le imprese in cui almeno un membro della famiglia sia operativo con ruoli di governo o di gestione della stessa.

Tale definizione è semplice ed immediata nell’identificazione delle aziende familiari, ma presenta alcuni elementi discutibili. Infatti, come fa notare Corbetta (2010), essa espande di molto il campo di definizione e consente di attribuire il carattere di familiarità anche alle imprese:

- a) dove vi sia un unico fondatore-imprenditore che controlla il 100% del capitale e sia l’unico familiare impegnato nell’impresa;
- b) dove siano impegnati due o più soci non legati da vincoli di parentela o affinità, o da un gruppo numeroso di soci senza alcun legame familiare o affinità.

In definitiva, la definizione proposta risulta troppo allargata probabilmente perché mirata ad ampliare il numero delle imprese familiari per aumentare l’ambito di rappresentatività dell’organo stesso. Essa dovrebbe essere integrata dalla precisazione riguardo la “natura familiare”, la quale si acquisisce solo quando il o i fondatori (in numero comunque piccolo) coinvolgono nei loro processi decisionali la famiglia di appartenenza (Corbetta, 2010).

La dottrina propone diverse definizioni di impresa familiare: una prima viene fornita da Dell’Amore (1962), secondo il quale è familiare un’impresa in cui l’intero capitale di rischio è

detenuto da una famiglia e tutti i membri vi prestano la loro attività.<sup>3</sup> Tale definizione sembra restrittiva poiché considera la presenza di una sola famiglia detentrica del potere di controllo, privando quindi del connotato di familiarità tutte le imprese nelle quali vi sono più famiglie proprietarie e nelle quali vi siano manager professionisti che le affiancano (Dell'Atti, 2007). Tuttavia, essa è utile per mettere in luce due criteri fondamentali nella individuazione della fattispecie "impresa familiare", ossia il grado di controllo sul capitale di rischio e il grado di coinvolgimento dei membri della famiglia. Posti questi due criteri, vi sono alcuni studiosi che ne considerano soltanto uno: ad esempio, Demattè e Corbetta definiscono un'impresa familiare *"quando una o poche famiglie, collegate da vincoli di parentela, di affinità o da solide alleanze, detengono una quota del capitale di rischio sufficiente ad assicurare il controllo dell'impresa"* (Demattè, Corbetta, 1993), ponendo come criterio principale quello del controllo sul capitale di rischio e trascurando completamente il grado di coinvolgimento dei membri della famiglia. Una definizione che tenga in considerazione entrambi i criteri è offerta da Dell'Atti (2007), che attribuisce il carattere di familiarità all'impresa nella quale *"una quota del capitale di rischio, sufficiente a garantire il controllo della medesima, è posseduta da una o più famiglie ed, inoltre, uno o più membri di queste famiglie prestano il proprio lavoro (direttivo o manuale) all'interno di essa"*.<sup>4</sup> Tale determinazione sembra essere non riduttiva ed esaustiva, dal momento che non considera soltanto l'aspetto dimensionale (possono essere incluse nella fattispecie sia le attività commerciali più piccole sia le multinazionali), ma mette in luce relazione biunivoca tra andamento dell'impresa ed andamento della famiglia e l'importanza della presenza dei familiari nell'attività d'impresa, che costituiscono uno dei fattori principali nei processi di trasmissione del potere.

Alla luce di tutte le differenti definizioni offerte dalla dottrina, è possibile individuare alcuni tratti distintivi della fattispecie impresa familiare, ossia degli elementi che la distinguono dagli altri tipi di impresa. I caratteri distintivi delle imprese familiari sono i seguenti:

- totale identificazione tra due organizzazioni diverse per scopo e per natura: la famiglia e l'impresa;
- detenzione di una quota rilevante (solitamente la maggioranza) del capitale di rischio dell'impresa dal nucleo familiare;
- i membri della famiglia svolgono all'interno dell'impresa una funzione imprenditoriale, manageriale, esecutiva o partecipativa delle decisioni strategiche.

Nonostante vi siano questi elementi comuni a tutte le imprese familiari, è molto difficile comprendere in un'unica categoria tipologie di imprese piuttosto eterogenee. Per considerare

---

<sup>3</sup> DELL'AMORE G., *Le fonti del risparmio familiare*, Milano, Giuffrè, 1962, p.36

<sup>4</sup> DELL'ATTI A., *Il passaggio generazionale nelle imprese familiari*, Bari, Cacucci Editore, 2007

tutti i differenti aspetti di ogni impresa familiare e ricondurli ad un particolare modello, è necessaria un'analisi multivariata che, partendo dall'osservazione di numerose imprese familiari, propone una classificazione delle stesse (Dell'Atti, 2007). Il modello elaborato da Corbetta<sup>5</sup> offre una classificazione delle family firms a partire dallo studio di tre variabili:

**1) Il modello di proprietà del capitale dell'impresa:**

- *assoluta*: una sola persona detiene tutto il capitale;
- *familiare chiusa stretta*: poche persone partecipano al capitale;
- *familiare chiusa allargata*: capitale posseduto da un numero di persone più ampio;
- *familiare aperta*: capitale posseduto da discendenti del fondatore (o dei fondatori) ed altri soci;

**2) La presenza di familiari nel Consiglio di Amministrazione e negli organi di direzione dell'impresa:**

- C.d.A. ed organi direttivi composti solo da membri della famiglia;
- C.d.A. composto da soli membri della famiglia ed organi direttivi dove sono impegnati sia familiari, sia soggetti esterni;
- C.d.A. ed organi di governo con la presenza di familiari e persone estranee alla famiglia;

**3) La dimensione dell'organismo personale dell'impresa:**

- piccola;
- media;
- grande.

Figura 2: Classificazione delle imprese familiari<sup>6</sup>

---

<sup>5</sup> CORBETTA G., *Le imprese familiari. Caratteri originali, varietà e condizioni di sviluppo*, cit., p. 83

<sup>6</sup> Fonte: CORBETTA G., *Le imprese familiari. Caratteri originali, varietà e condizioni di sviluppo*, cit., p. 83



Come emerge dalla figura 2, si configurano diverse tipologie di imprese familiari. In particolare:

- L'*impresa monofamiliare chiusa*, nella quale i due istituti di famiglia e impresa si sovrappongono completamente;
- L'*impresa monofamiliare aperta*, che vede la convivenza tra la famiglia di controllo ed azionisti esterni;
- L'*impresa plurifamiliare*, in cui vi sono più famiglie che si suddividono il capitale e il governo;
- L'*impresa monofamiliare managerializzata*, dove una famiglia esercita la funzione imprenditoriale e svolge il ruolo di controllo mentre la gestione è demandata a managers esterni;
- L'*impresa facente capo a numerose famiglie*, che possiedono tutte quote limitate del capitale, nessuna delle quali consente loro di esercitare il controllo.<sup>7</sup>

## 1.2 Caratteristiche distintive dell'impresa familiare

<sup>7</sup> DELL'ATTI A., Il passaggio generazionale nelle imprese familiari, Bari, Cacucci Editore, 2007

L'impresa familiare è caratterizzata dalla compresenza di due sub-sistemi, la famiglia e l'impresa, che presentano obiettivi, valori, organizzazioni e problematiche molto differenti. L'impresa ha come finalità la produzione di ricchezza per remunerare i fattori produttivi impiegati per l'erogazione di un determinato prodotto o servizio e deve essere gestita secondo i principi economici, seguendo logiche razionali. La famiglia, d'altro canto, rappresenta la "pancia" del sistema nel suo complesso: essa viene descritta come il nucleo emotivo, governato da irrazionalità ed istinto. Il fine primario della famiglia è quello di garantire il sostentamento dei suoi componenti, e per farlo spesso impiega nell'attività imprenditoriale le proprie risorse interne, sia umane sia finanziarie. Tuttavia, le due realtà condividono molti principi comuni quali, in particolare, la continuità, l'unione, la creazione di valore e l'equità e si sovrappongono creando condizionamenti reciproci (Corbetta, 1995). L'interazione tra questi due sistemi provoca meccanismi di governance caratterizzati da dinamiche del tutto singolari, nei quali si rispecchia la prevalenza dell'uno sull'altro.

È possibile, infatti, individuare due approcci gestionali differenti:

- *family oriented*, dove la famiglia prevale sull'impresa; oppure
- *business oriented*, dove l'impresa la fa da padrone (Vola, 2012).

Nella prima fattispecie, siamo di fronte ad una situazione in cui le esigenze della famiglia guidano le strategie dell'impresa, incarnando così il modello "impresa povera – famiglia ricca" (Demattè - Corbetta, 1993) e limitandone spesso lo sviluppo. In generale, questo caso vede la gestione dell'impresa in via esclusiva o prevalente in mano ai membri del nucleo familiare, riducendo al minimo la presenza di soggetti esterni poiché potrebbero impedire lo spostamento delle risorse dall'azienda alla famiglia.

Qualora si opti, invece, per l'approccio *business oriented*, le logiche di massimizzazione del profitto, proprie del sistema impresa, prevarranno sulle volontà familiari, creando un patrimonio aziendale nettamente separato da quello familiare. È più probabile, dunque, che il management sia affidato anche a professionisti esterni, portatori di competenze e visioni nuove, che possano portare benefici all'impresa, salvaguardando l'interesse di tutti i soci che vi partecipano. Sembra essere quest'ultimo, pertanto, l'approccio più adeguato a gestire un family business, dal momento che consente lo sviluppo dell'impresa nel lungo periodo e fa sì che la famiglia si configuri come elemento trainante e non costringente (Vola, 2012).

Come sottolineato da Vola (2012), questi due criteri di governance devono essere considerati non alternativi, ma piuttosto successivi: essi, infatti, caratterizzano diverse fasi del ciclo di vita dell'impresa. Il primo approccio è più appropriato nei primi periodi di sviluppo dell'azienda, dove la famiglia ne costruisce l'identità, lavorando direttamente al suo interno, senza formalizzarne la struttura organizzativa. Il modello *business oriented*, invece, è più adatto nelle

fasi di crescita e sviluppo, quando si presenta la necessità di dotare l'impresa di una struttura più solida e complessa, per rispondere in modo competitivo alla dinamicità dell'ambiente esterno. In questo scenario, si assiste anche ad una maggiore apertura della compagine proprietaria all'iniezione di capitali esterni e all'ingresso di manager estranei al nucleo familiare.

L'obiettivo, in definitiva, è quello di trovare un equilibrio tra i due sub-sistemi, conciliando le esigenze della famiglia con quelle dell'impresa e sintetizzando in un'unica realtà, quella dell'impresa familiare appunto, i tratti distintivi della famiglia, che potrebbero diventare la base del vantaggio competitivo dell'azienda. Ciò consente all'azienda di creare un connubio impresa-famiglia unico e inimitabile, andando a formare un contesto estremamente eterogeneo. A tal proposito, per sottolineare l'unicità di ogni impresa familiare, D'Allura e Faraci<sup>8</sup> (2018) hanno elaborato la prospettiva del *family business concept*, secondo cui ciascuna impresa possiede combinazioni di proprietà e gestione riconducibili ai valori che identificano la famiglia poiché, come supportato dalla *social emotional wealth theory*, "la famiglia adatta l'impresa alle sue esigenze generazionali, emotive e relazionali".

Un'altra particolarità delle imprese familiari riguarda i processi di ricambio generazionale. In tale contesto, i processi di ricambio della proprietà non possono essere distinti da quelli del management o degli amministratori. Essi inevitabilmente si intrecciano perché molto spesso i proprietari ricoprono anche cariche di tipo amministrativo e/o gestionale, e il passaggio della proprietà dai genitori ai figli viene associato al passaggio delle responsabilità imprenditoriali o manageriali. In un simile scenario, come evidenzia Corbetta (2010), ciò che occorre evitare è restringere il campo per le scelte, senza considerare soluzioni che prevedano di gestire in modo separato la successione della guida della famiglia e quella dell'impresa, escludendo a priori la possibilità di porre alla gestione dell'azienda soggetti esterni alla compagine familiare. Inoltre, è necessario preparare per tempo la strategia da porre in essere al momento della mancanza del leader in carica, in modo da non affrontare il problema con schemi di azione improvvisati, pensati in preda alla urgenza e alla tragicità della situazione. Il ricambio generazionale necessita dei giusti tempi e della giusta attenzione, sia per quanto riguarda la trasmissione del patrimonio valoriale alla generazione successiva, sia per l'organizzazione dei processi di selezione ed inserimento dei successori interessati al prosieguo dell'attività imprenditoriale, sia per la pianificazione di "palestre" in cui allenare i giovani potenziali successori (Corbetta, 2010).

Un ulteriore tratto comune delle aziende familiari è rappresentato dal radicamento territoriale. Il legame con la comunità locale del territorio nel quale sono nate e si sono sviluppate le imprese

---

<sup>8</sup> *Le imprese familiari. Governance, internazionalizzazione e innovazione*, G.M.D'Allura e R. Faraci, Franco Angeli, Milano, 2018

in questione è fondato sulle esperienze che riguardano i membri della famiglia proprietaria: in quel particolare territorio sono nati o vivono alcuni dei familiari o vi hanno legami forti con molte persone. Anche qualora l'azienda cresca rapidamente e diventi un gruppo internazionale, raggiungendo notevoli dimensioni, il radicamento territoriale è presente e ben definito, perché magari in quel territorio rimane la sede amministrativa o il primo stabilimento storico dell'impresa. Basti pensare, ad esempio, all'immediata associazione tra la famiglia Agnelli e Torino, o al gruppo Benetton con Treviso, e ancora al gruppo Ferrero ancora identificato con Alba o al gruppo Ferragamo con Firenze (Corbetta, 2010). Questo rapporto con il territorio di origine è, in molti casi, fonte del vantaggio competitivo dell'azienda: perché il valore del brand viene associato ad una particolare area geografica, perché il territorio locale ha permesso di creare una filiera produttiva corta e sostenibile, perché si crea una rete di fornitori di prodotti e servizi del tutto singolare e difficilmente imitabile dai competitors. In altri casi, invece, questo elemento può risultare un limite notevole per le aziende, soltanto per la pigrizia dei membri della famiglia, che rimangono chiusi nella loro provincia, precludendosi molte possibilità di sviluppo. Ciò accade quando la famiglia proprietaria non coglie le opportunità fornite dal territorio di riferimento e non lo utilizza come trampolino di lancio per nuove esperienze esterne ad esso, che permettano di arricchirlo con le nuove competenze e relazioni instaurate dai membri della famiglia in giro per il mondo (Corbetta, 2010).

La caratteristica più evidente e specifica delle imprese familiari, infine, è la sovrapposizione tra proprietà e controllo, la quale verrà analizzata nei paragrafi successivi.

### **1.3 Assetto proprietario e Corporate Governance**

L'impresa familiare è riconducibile al modello di impresa padronale, dove la proprietà è concentrata nelle mani dell'imprenditore o dei componenti del nucleo familiare. In questo sistema di governo, cosiddetto *latino*, si assiste all'accentramento e alla sovrapposizione tra proprietà e gestione, entrambe esercitate dall'imprenditore o dalla famiglia proprietaria. È proprio la presenza di questo nocciolo duro governante che, più o meno direttamente, influenza le dinamiche aziendali e garantisce alla famiglia il controllo sulle sorti dell'impresa.

La compagine proprietaria delle aziende familiari presenta caratteristiche del tutto singolari, che verranno di seguito analizzate.

In primo luogo, i soci di controllo sono un numero relativamente ristretto: solo il 18% delle aziende familiari considerate dall'Osservatorio AUB ha più di 6 soci e le altre 2.400 aziende del campione, in media, presentano un numero di 4,4 soci (Corbetta, 2010). Questo aspetto si



riverbera sui processi decisionali interni alla compagine proprietaria in termini di rapidità decisionale. Se, da un lato, la presenza di pochi soggetti può tradursi in un veloce confronto tra le singole volontà, dall'altro, si possono configurare situazioni nelle quali si creano rallentamenti decisionali, che potrebbero degenerare in veri e propri stalli. Ad esempio, qualora vi sia più di un socio con partecipazioni rilevanti, potrebbero crearsi le basi per rallentamenti o decisioni di compromesso, a discapito dell'interesse aziendale.

In secondo luogo, i pochi soci delle aziende familiari sono legati tra loro da vincoli di parentela o di profonda fiducia e all'azienda da rapporti di lunga durata. Tali legami possono presentare vantaggi o limiti a seconda della qualità delle relazioni esistenti. Se i soci sono orientati alla concordia e condividono tra di loro il rispetto per l'interesse dell'azienda, riusciranno a giungere in tempi relativamente brevi a decisioni adeguate; qualora, invece, i rapporti siano corrosi da contrasti personali, atteggiamenti negativi e comportamenti di chiusura, allora i soci non saranno in grado di decidere nell'interesse dell'azienda, ma rimarranno fermi sulle proprie posizioni. Uno degli aspetti negativi dei profondi legami che caratterizzano la compagine sociale delle aziende familiari è la difficoltà dei soggetti di scindere la sfera familiare da quella aziendale, partecipando molto spesso al processo decisionale con tutto il bagaglio del proprio passato, il quale, se caratterizzato da vecchi rancori o esperienze negative, rende impossibile una valutazione oggettiva e imparziale.

All'intero dell'azienda familiare, poi, molti dei componenti della compagine proprietaria in genere svolgono molteplici ruoli. Secondo una ricerca svolta alcuni anni fa dalla Cattedra AidaF-Alberto Falck dell'Università Bocconi, quasi il 90 per cento dei proprietari delle aziende familiari di piccole e medie dimensioni sono impegnati in almeno un altro ruolo (di governo o di gestione) oltre che in quello di azionista (Corbetta, 2010). Tale sovrapposizione di ruoli può rendere poco adeguate alcune scelte, prese, ad esempio, in veste anche di manager piuttosto che soltanto di proprietario, producendo così conseguenze negative per lo sviluppo dell'azienda.

L'intreccio famiglia e business ha portato la letteratura a classificare le imprese familiari in modo specifico; la dottrina italiana (Demattè e Corbetta, 1993; Corbetta 1995) distingue tra imprese familiari

- a) a proprietà chiusa;
- b) a proprietà stretta;
- c) a proprietà aperta ed allargata

in funzione dei soggetti detentori del capitale di rischio.

Queste differenti tipologie di impresa, in genere, rappresentano la distribuzione della proprietà nelle diverse fasi di vita dell'impresa familiare. Come riportato da Vola (2012), nel momento iniziale, si individua il proprietario fondatore (*controlling owner*) come unico attore nella

governance dell'azienda. Successivamente, si assiste ad un ampliamento nel numero di soggetti che governano l'impresa: attraverso l'inserimento di fratelli e/o sorelle (*sibling partnership*) si configura un tipo di controllo "stretto", con l'obiettivo comune di unità familiare e collaborazione. Tale assetto può evolvere in un *cousin consortium*, ossia una coalizione allargata di soggetti, parenti e non, legati da accordi specifici. In questo caso, tuttavia, il fattore critico è la gestione dei conflitti tra i diversi individui, la loro regolamentazione e il mantenimento del rapporto famiglia-impresa.

In generale, è necessario che i sistemi di governance siano dinamici e flessibili per rispondere prontamente ai cambiamenti dell'ambiente esterno e coinvolgere tutti i soggetti potenzialmente in grado di apportare benefici all'impresa. L'azienda familiare, tuttavia, presenta una certa inerzia al cambiamento poiché, effettivamente, non sono molti i mutamenti che vi avvengono a livello di governance. Quando ciò accade, però, la motivazione di fondo è prevalentemente quella della successione generazionale e si presenta, dunque, l'esigenza di rivedere il modello di governance, evolverlo ed adeguarlo alla nuova veste che l'impresa assumerà dopo tale passaggio critico. Per garantire una successione efficace ed efficiente, è necessario pianificare gli assetti proprietari e di governo delle imprese familiari, in modo tale da realizzare le volontà del soggetto uscente in modo funzionale alle esigenze dei familiari e del business (Vola, 2012). La relazione famiglia-impresa si basa sulla capacità del gruppo di governo di coniugare le necessità tipiche dell'azienda con le aspettative della famiglia, e l'elemento fondamentale da cui essa è caratterizzata è la *fiducia*. Secondo la teoria dell'agenzia e dei costi di transazione, la fiducia comporterebbe minori costi di controllo della gestione e dunque sarebbe vantaggiosa in termini di maggiore efficienza. Dal punto di vista della teoria della *stewardship*, il vantaggio si ottiene in termini di efficacia, dal momento che, grazie alla fiducia reciproca, i soggetti agiscono nell'interesse comune, creando più valore nel lungo termine. In generale, nel contesto impresa familiare, la fiducia rappresenta un valore indispensabile per creare coesione, motivazione e facilitare i processi decisionali, evitando conflitti interni. Nel momento in cui la complessità dei due istituti, famiglia e impresa, cresce, è importante consolidare la fiducia attraverso un sistema di governance adeguato, formalizzandone gli assetti, con lo scopo di chiarire le aspettative dei familiari e gli obiettivi del business. In particolare, la pianificazione della governance aiuta a definire in modo oggettivo i diversi ruoli dei soggetti coinvolti, facilitando anche il momento del passaggio generazionale, processo radicale a ridosso del quale molte imprese arrivano impreparate.

Per quanto riguarda gli organi di governo, da una ricerca di Gnan e Montemerlo (2008)<sup>9</sup>, emerge come la presenza della famiglia pervada ogni livello di governance. Partendo dall'assunto che le imprese familiari adottino un approccio paternalistico secondo cui "il Consiglio di Famiglia funge da *pater familias* con un raggio d'azione familiare, proprietario e aziendale e può svolgere direttamente, di conseguenza, compiti che nella logica dell'agenzia sarebbero delegati ad altri organi", si dimostra che, de facto, il consiglio di famiglia sostituisca, nelle mansioni e nelle responsabilità, organi di governo tradizionali, quali l'assemblea dei soci e il consiglio di amministrazione. In particolare, alcuni dei ruoli di controllo svolti dal Consiglio di Amministrazione potrebbero essere esercitati dal consiglio di famiglia anche in presenza di consiglieri esterni, i quali potrebbero svolgere comunque un ruolo di controllo *super partes*, fornire competenze non possedute dall'impresa e svolgere una funzione di disciplina e di organizzazione del consiglio.

Nel suddetto studio, si segnala che all'interno delle aziende con sia CdA sia il Consiglio di Famiglia, quest'ultimo svolge tutti e quattro i ruoli di governance in misura rilevante: è maggiormente impegnato nel ruolo proprietario (scelta dei consiglieri e monitoraggio e valutazione del consiglio) in oltre la metà dei casi, nel ruolo di controllo (presa di decisioni strategiche, approvazione di piani, scelta dell'amministratore delegato e monitoraggio del management) in più del 40% dei casi, nel ruolo manageriale (formulazione dei piani strategici, definizione dei budget annuali e scelta del management) in poco meno del 40% dei casi, e, naturalmente, nel governo della famiglia. Inoltre, si verifica un effetto sostituzione del Consiglio di Famiglia all'assemblea dei soci nel ruolo proprietario, nel 18% dei casi considerati. Infine, si è dimostrato come vi sia una sostituzione del consiglio di famiglia al consiglio di amministrazione anche nel ruolo di controllo nel 10,5% dei casi.

Da questo studio si evince come il paternalismo della famiglia proprietaria sia capillarmente esteso in tutto il sistema di governance, con un intervento diretto dell'organo di governo della famiglia stessa a vari altri livelli. La molteplicità di ruoli adibiti al consiglio di famiglia potrebbe essere dovuta alla speculare varietà di ruoli rivestiti dai singoli familiari. In particolare, i consigli di famiglia sono spesso composti da soci gestori che sono contemporaneamente membri del consiglio di amministrazione (Corbetta e Montemerlo, 1999; Corbetta e Tommaselli, 1996).

Infine, si sottolinea che, relativamente all'uso effettivo degli organi di governance, molte imprese familiari sembrano sottoutilizzare gli organi ufficiali per dare spazio ad un organo ufficioso quale è il Consiglio di Famiglia. Questa strategia sicuramente rafforza l'unità e

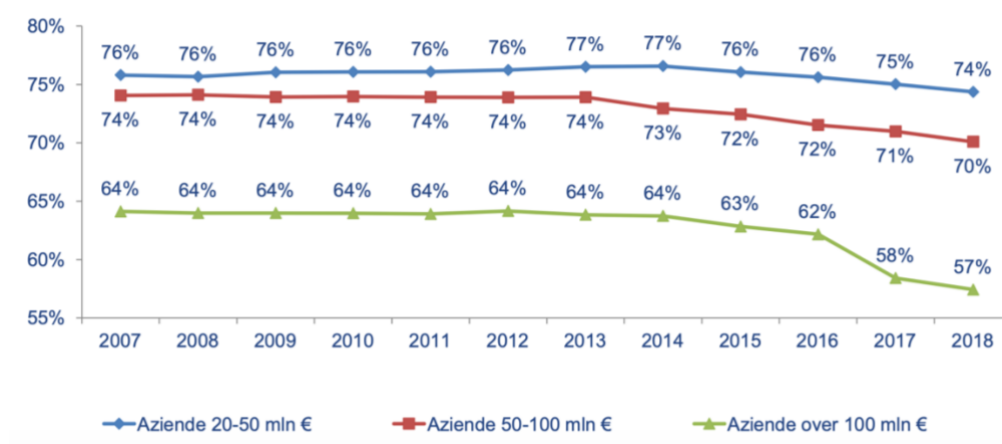
---

<sup>9</sup> *Le PMI familiari in Italia tra tradizione e novità*, EGEA, Milano, 2008.

favorisce il coinvolgimento della famiglia proprietaria, ma espone l'azienda ad alcuni rischi quali, ad esempio, fenomeni nepotistici e un'eccessiva enfasi del ruolo della famiglia, allontanando soggetti non familiari qualificati.

Tuttavia, dal XI Rapporto dell'Osservatorio Aub del 2019, condotto da Guido Corbetta e Fabio Quarato, emerge un cambio di rotta, una tendenza positiva delle aziende familiari ad aprire posizioni all'interno del Consiglio di Amministrazione a consiglieri esterni alla famiglia proprietaria. Questo aspetto è evidenziato nel grafico di seguito riportato, che mostra una diminuzione della percentuale di consiglieri familiari nei CdA delle imprese familiari considerate.

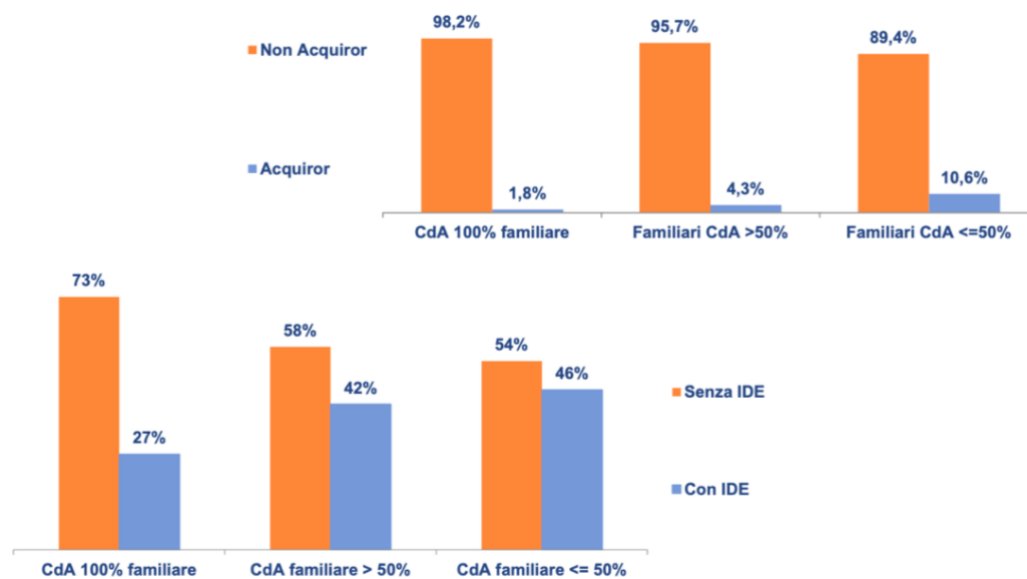
Figura 2: Percentuale di consiglieri familiari<sup>10</sup>



Tale propensione all'inserimento di consiglieri non familiari all'interno dei *board* si verifica maggiormente nelle aziende dinamiche, ossia quelle aziende familiari aperte ad acquisizioni ed investimenti diretti esteri, come si evince dai grafici sottostanti.

Figura 3: Apertura dei CdA nelle aziende dinamiche

<sup>10</sup> Fonte: XI Rapporto dell'Osservatorio Aub, 25 Novembre 2019



Questo fenomeno è diffuso non soltanto in Italia ma anche in altri paesi europei quali Francia e Germania, che registrano percentuali di CdA completamente a presenza familiare rispettivamente del 7% e del 3,7%, di poco inferiori a quella del nostro Paese (12,9%)<sup>11</sup>.

In definitiva, le imprese familiari sono caratterizzate dalla convivenza di due sub-sistemi differenti, quali sono l'azienda e la famiglia, e la loro ragione d'essere è rappresentata dalla necessità di un equilibrio tra questi due istituti che si intrecciano in esse. Le dinamiche familiari inevitabilmente influenzano quelle aziendali e viceversa, spesso con riflessi importanti a livello di performance economiche. La famiglia proprietaria può condizionare in modo non indifferente le strategie competitive, di portafoglio, organizzative, economico-finanziarie delle aziende controllate.

## 1.4 Vantaggi e limiti dell'impresa familiare

Le caratteristiche delle imprese familiari sopra esposte possono rappresentare punti di forza sui quali porre le basi di un vantaggio sostenibile e distinguersi all'interno dell'arena competitiva. Come individuato da Baschieri (2014), i vantaggi distintivi delle *family firms* sono interdipendenti e difficilmente scindibili e possono essere riassunti in:

- **impegno:** la famiglia, in qualità di proprietaria e fondatrice dell'attività, mostra un elevato *commitment* e una dedizione tale da permettere all'azienda di sopravvivere per le generazioni future. I familiari si identificano con l'impresa, che considerano la loro creatura, il sacrificio di una vita e la realizzazione di un sogno. Ciò si riflette

<sup>11</sup> Dati del XI Rapporto dell'Osservatorio Aub, 2019.

nell'abnegazione e nell'etica del lavoro che caratterizzano il fondatore e i membri del nucleo familiare, i quali sono spesso disposti a rinunciare a benefici immediati per reinvestire parte dei profitti in un'ottica di lungo periodo;

- **continuità nella conoscenza:** rappresenta una delle priorità delle imprese familiari, le quali hanno come missione quella di tramandare alle generazioni future tutto quell'insieme valoriale di cultura aziendale non scritta. L'obiettivo primario è quello di trasmettere alla successiva generazione la conoscenza, l'esperienza e le capacità imprenditoriali accumulate nel tempo, cosa che molto spesso avviene fin dalla giovane età dei potenziali successori;
- **orgoglio e reputazione:** le famiglie proprietarie si identificano completamente con l'azienda, fino ad associare il proprio nome e la loro reputazione ai prodotti offerti o ai servizi erogati. Per la famiglia la performance dell'impresa coincide con il proprio benessere, pertanto si adoperano strenuamente per aumentare la qualità dell'output che forniscono e per coltivare relazioni di fiducia reciproca con i portatori di interessi con cui dialogano, siano essi clienti, fornitori, dipendenti o la comunità locale del territorio di riferimento.

Tali elementi, permettono all'azienda familiare di attuare le proprie strategie in modo non convenzionale, diversificandosi dai competitors non familiari. A tal proposito, uno studio di Zhou, He e Wang<sup>12</sup> (2017) rivela come le imprese familiari, in particolare le imprese fondatrici, ossia quelle in cui il fondatore ricopre una posizione di rilievo nella gestione, abbiano performato meglio delle non familiari durante la crisi finanziaria globale del 2008-2010.

All'opposto della medaglia, tuttavia, la proprietà coagulata nelle mani di una famiglia può configurare una struttura proprietaria meno efficiente nei confronti delle minoranze. Infatti, possedendo la maggioranza dei diritti di voto, la famiglia proprietaria ha l'incentivo ed il potere di perseguire gli scopi familiari (benefici privati) a discapito della performance societaria.

Le famiglie possono espropriare ricchezza all'impresa in molti modi: conferendosi compensi eccessivi, compiendo operazioni con parti correlate ovvero distribuendo dividendi straordinari (si veda a tale proposito Murgia, 1993). In generale, società caratterizzate da una struttura proprietaria concentrata quali le *family firm* rischiano di perdere opportunità di profitto a causa dell'incapacità degli azionisti di maggioranza di tenere distinti (o, perlomeno, di trovare un equilibrio tra) gli obiettivi della famiglia e da quelli dell'impresa (e di conseguenza, dei soci di minoranza) (Baschieri, 2014).

---

<sup>12</sup> "Did family firms perform better during the financial crisis? New insights from the S&P 500 firms" di Haoyong Zhou, Fan He, Yangbo Wang, Global Finance Journal, 2017

La coincidenza tra proprietà e controllo connotato rende particolarmente critici alcuni aspetti nella gestione del *family business* riconducibili a quattro macro-categorie: governance, approccio strategico, stili manageriali e risorse umane (Vola, 2012).

Per quanto riguarda la prima categoria, la Governance, si considerano i seguenti fattori critici.

**A) Coincidenza tra proprietà e controllo.** Essa riduce i costi transazionali d'agenzia tipici delle imprese manageriali (Williamson, 1991) attinenti alla gestione del rapporto tra il principale e l'agente. Nelle imprese familiari, invece, dove principale e agente coincidono, si parla di teoria della *stewardship* (Davis *et alii*, 1997), secondo la quale i membri della famiglia che ricoprono ruoli manageriali sono portatori di interessi allineati a quelli dell'azienda stessa e fungono così da steward dell'impresa, agendo nell'interesse della collettività degli stakeholders. Tale teoria necessita di alcuni presupposti per essere attuata, come ad esempio:

- i. un clima teso e collaborativo all'interno dell'azienda e tra i membri della famiglia;
- ii. coinvolgimento effettivo dei manager nei processi decisionali;
- iii. equità nel trattamento;
- iv. presenza di una motivazione legata alla crescita dell'impresa (e della famiglia) maggiore rispetto agli interessi puramente individuali.

Il rischio principale della coincidenza tra proprietà e controllo, invece, consiste nella possibilità che le decisioni economiche riguardanti l'impresa siano sub-ottimali perché "inquinata" dalle esigenze familiari. Si pensi, ad esempio, al caso in cui vi siano soggetti che, ricoprendo contemporaneamente più ruoli, prendano decisioni non completamente oggettive, sviluppando una forte avversione al rischio o perseguendo i propri interessi personali.

**B) Avversione al rischio.** Secondo alcune indagini empiriche<sup>13</sup>, le imprese familiari hanno un atteggiamento molto prudente, avverso al rischio. Questo comportamento rappresenta un freno allo sviluppo dell'impresa, sia dal punto di vista tecnologico sia strategico e potrebbe limitare la raccolta sia di *equity* sia di capitale di debito, compromettendo la competitività dell'azienda ed intrappolandola nel suo status quo.

**C) Altruism.** Esso indica l'indole che caratterizza i membri del nucleo familiare nell'adozione di un atteggiamento finalizzato al reciproco benessere e sostegno. Si concretizza in comportamenti di generosità nei confronti dei familiari e dei potenziali successori, con l'obiettivo principale di trasmettere i valori alla base dell'attività

---

<sup>13</sup> Tra gli altri Autio e Mustakallio, 2003; Ward, 1998 e 1997.

imprenditoriale. Affinché l'altruismo rappresenti uno dei fondamenti del vantaggio competitivo dell'impresa, è necessario che esso si trasformi in cultura aziendale, ossia in un insieme di valori personali ed imprenditoriali, durevoli nel tempo e condivisi dal gruppo familiare che funga da guida rispetto al comportamento della famiglia.

**D) *Free riding, shirking e self-control.*** Questi atteggiamenti sono il rovescio della medaglia dell'altruismo: evitare di svolgere mansioni o compiti sgraditi perché vi provvederanno gli altri, consumare il patrimonio familiare senza svolgere ruoli attivi in azienda, incapacità di controllare i propri interessi individuali a discapito di quelli collettivi. Essi consistono nell'aggirare la gentilezza e la disponibilità dei membri anziani della famiglia per massimizzare la propria utilità personale, portando ingenti perdite per l'azienda.

Relativamente all'Approccio Strategico (Vola, 2012), i fattori critici individuati sono:

- A) *Orientamento al lungo periodo,*** che permette alla famiglia di investire in progetti di lungo periodo, iniettando nell'impresa capitale cosiddetto "paziente", massimizzando il benessere sia delle attuali sia delle future generazioni, con una logica trans-generazionale.
- B) *Significato dell'impresa,*** concepita come una creatura propria della famiglia, da proteggere e trasmettere alle generazioni future, creando così un forte attaccamento al business che si traduce spesso in una missione nei confronti dell'impresa stessa.
- C) *Volontà di trasferire l'azienda alla generazione successiva,*** che rende la continuità aziendale uno dei fini principali dell'impresa familiare. Tale caratteristica, però, provoca anche alcuni problemi all'azienda, nel momento in cui, ad esempio, questa volontà dei fondatori ignora le propensioni dei potenziali successori, i quali potrebbero non essere interessati a proseguire l'attività imprenditoriale. Il ricambio generazionale, infatti, come già precedentemente evidenziato, rappresenta uno dei momenti più delicati della vita di una famiglia e, di riflesso, dell'impresa, e per queste ragioni necessita di un'accurata pianificazione ad hoc.

La terza macro-categoria riguarda gli stili manageriali (Vola, 2012), che consistono in:

- A) *Effetto "fondatore",*** il quale generalmente è una persona carismatica, che trasmette i propri valori e la propria etica ai soggetti coinvolti in azienda. Ciò crea un clima aziendale ricco di spirito imprenditoriale, senso di appartenenza e coinvolgimento, che si traduce in performance di successo. Talvolta, tuttavia, il fondatore può rappresentare



un ostacolo per lo sviluppo in senso innovativo dell'azienda, a causa della sua chiusura mentale e del suo ancoramento alle tradizionali impostazioni imprenditoriali.

**B) *Processi decisionali accentrati***, che rendono più snello, rapido ed informale il processo decisionale. Tuttavia, l'eccessivo accentramento potrebbe provocare una mancanza di confronto tra i familiari e portare a malumori tra questi ultimi, con riflessi negativi per le performance aziendali.

**C) *Rapporto con l'ambiente esterno***, caratterizzato da una forte personalizzazione e fiducia reciproca: infatti, quando l'impresa si interfaccia con gli stakeholder, avviene un'assunzione di responsabilità della famiglia nei confronti degli stessi. Ciò ha come immediata conseguenza il fatto che le relazioni con i vari portatori di interessi siano regolate non soltanto da norme di legge, ma anche dai valori etici di cui la famiglia si fa portatrice.

Infine, per quanto concerne l'ultima categoria, il fattore critico viene individuato nella ***professionalizzazione delle risorse umane*** (Vola, 2012). Tale aspetto, nelle imprese familiari, assume una rilevanza maggiore rispetto ai *non-family business*, dal momento che esse sono spesso accusate di nepotismo. Il fenomeno del nepotismo consiste nell'affidamento di ruoli apicali all'interno dell'azienda ai membri della famiglia a prescindere dalle loro abilità gestionali o imprenditoriali. È necessario che i potenziali successori siano formati sia dal punto di vista istituzionale più teorico (laurea, master, ecc.), sia con esperienze sul campo: infatti, soprattutto nei contesti delle imprese familiari, è fondamentale la percezione che il discendente (figlio) ha dell'impresa stessa, aspetto che condiziona fortemente la scelta della sua carriera professionale. Il rischio di bassa professionalità è presente per il fatto che, all'interno delle aziende familiari, il mercato del lavoro è scarsamente competitivo e molto spesso vengono preferiti i membri della famiglia, con il rischio di non investire adeguatamente in formazione. I manager esterni, dunque, si propongono in altri contesti più stimolanti e dinamici, condannando l'impresa di famiglia a rimanere ferma nelle proprie prassi consolidate, perdendo così competitività e reattività.

## 2 IL PASSAGGIO GENERAZIONALE

### 2.1 Il problema del ricambio generazionale

Come esposto nel capitolo precedente, il ricambio generazionale è uno degli elementi che caratterizzano in modo distintivo le imprese familiari. Per ricambio generazionale si intende il *“processo che conduce al passaggio del capitale ed, eventualmente, delle responsabilità nella gestione dalla generazione presente alla generazione emergente per dare continuità all’impresa nel tempo”* (Dell’Atti, 2007).

Secondo tale definizione, il passaggio generazionale si configura non tanto come un evento isolato e momentaneo ma piuttosto come un processo, che si articola in diverse fasi interdipendenti, come vedremo successivamente nel corso del capitolo. Inoltre, il fine primario del processo, di concerto con la finalità istituzionale dell’impresa familiare, è la continuità dell’azienda nel tempo.

Il ricambio generazionale è uno dei momenti critici e cruciali per l’azienda familiare e può costituire una minaccia o un’opportunità per la sua sopravvivenza. A testimonianza dell’importanza del passaggio di testimone da una generazione all’altra, vi sono alcuni dati interessanti sull’impatto che questo processo abbia sulle aziende che lo affrontano.

Il XI Rapporto dell’Osservatorio Aub (2019) riporta che un quarto delle imprese familiari con fatturato compreso tra 20 e 50 milioni di euro (che si attestano attorno al 70% delle aziende considerate) nei prossimi anni sarà alle prese con il ricambio generazionale, dal momento che è gestito da un imprenditore con un’età maggiore ai 70 anni. Tuttavia, non tutte le imprese sopravvivranno a tale circostanza, poiché, come dimostrano i risultati di uno studio del Centro di Ricerca sulle Imprese di Famiglia (Cerif, 2017) su un campione di PMI che hanno affrontato e gestito un passaggio generazionale, il 71% dei casi è stato completato con successo, il 12% ha avuto esito negativo mentre il 17% circa è ancora in atto.

Infatti, una delle funzioni della pianificazione del passaggio generazionale è quella anticipatoria al fine di evitare il configurarsi di una possibile causa di liquidazione della società, dal momento che, come evidenziano i dati forniti dall’indagine annuale Unioncamere – Mediobanca (Novembre 2017):

- il 10% dei fallimenti delle aziende deriva dalla mancata pianificazione e gestione del passaggio generazionale;
- entro 5 anni dal passaggio dalla prima alla seconda generazione due aziende su tre dichiarano fallimento;

- per il 30% delle aziende il processo di passaggio generazionale coincide con la fine della realtà aziendale.

Gli esiti di questo processo sono molteplici e, in particolare, hanno diverse conseguenze a seconda che il successore sia un membro interno al nucleo familiare o esterno alla proprietà. Qualora il successore sia uno dei familiari, il *management* tendenzialmente non subisce particolari turbamenti, variando soltanto in qualche componente e prevalendo la logica di continuità con la generazione precedente. In questo caso, però, è possibile che si verifichino episodi di eccessiva prudenza, che danneggiano la competitività dell'impresa e la sua capacità di cogliere le opportunità del contesto in cui opera.

All'opposto, invece, la nuova gestione da parte di professionisti esterni si traduce, molto spesso, in radicali cambiamenti a livello di *management*, oppure in numerosi tentativi di adattamento delle strategie finché non si comprendano a fondo i driver di quello specifico business e si definisca il nuovo equilibrio dell'impresa, causando alla stessa un periodo di incertezza e di performance non soddisfacenti.

Il fenomeno del passaggio generazionale interessa una pluralità di soggetti, tra i quali si innescano dinamiche e relazioni diverse per ogni specifica realtà imprenditoriale. La successione imprenditoriale può configurarsi, nella migliore delle ipotesi, come un'occasione per creare sinergie e rinnovare l'armonia tra i soggetti coinvolti nell'impresa, che dovranno convergere negli obiettivi e nelle posizioni che andranno a ricoprire.

Secondo Passeri (2007), è possibile individuare alcune figure che, attraverso i loro atteggiamenti e le loro decisioni, influenzano il successo o il fallimento del processo di ricambio generazionale:

- l'imprenditore – fondatore;
- il successore designato;
- i membri della famiglia;
- i dipendenti dell'impresa.

L'imprenditore è il centro nevralgico del complesso meccanismo successorio: con le sue idee e la sua intraprendenza ha creato l'impresa familiare, l'ha fatta progredire durante il suo ciclo di vita e ne determinerà le sorti anche dopo il proprio ritiro dalla scena imprenditoriale. Egli rappresenta l'azienda, ne conosce tutte le caratteristiche, le opportunità di sviluppo e le debolezze ed è colui che ha creato la cultura che la permea, diventandone il primo portavoce. Inoltre, il fondatore è il selettore principale del suo sostituto, figura che dovrà succedergli nelle ambizioni di continuità e di sviluppo dell'azienda. Se da un lato è necessario che l'imprenditore sia propenso alla successione e consapevole della necessità di una programmazione della stessa, dall'altro è opportuno che il successore abbia seguito un percorso di studi congruo al ruolo che

andrà a ricoprire e maturato esperienze in altre realtà aziendali. Con questi presupposti, il successore si sentirà sicuramente più sicuro nella guida dell'impresa e, in aggiunta, risulterà agli occhi dei familiari e dei dipendenti legittimato alla direzione della stessa; mentre il fondatore sarà convinto di affidare ad un soggetto competente ciò che ha creato.

Il ruolo del successore risulta essere particolarmente critico dal momento che, come è noto, vi è, nella maggior parte dei contesti aziendali familiari, una preferenza alla successione interna.

L'immediata conseguenza di ciò si concretizza nel riporre in capo al figlio dell'imprenditore stesso (erede designato per eccellenza) numerose aspettative che sfociano in tensioni riguardanti:

- a) la possibilità che le sue aspirazioni differiscano da quelle della famiglia e che il suo rapporto con la figura del padre sia difficoltoso;
- b) la presenza di qualche altro familiare, più adatto al ruolo, con inclinazioni professionali più affini all'ambito imprenditoriale;
- c) la considerazione che i dipendenti hanno del successore, visto non tanto come dirigente quanto come figlio dell'imprenditore.

Il terzo attore-chiave è rappresentato dai membri della famiglia proprietaria, che ripongono nell'impresa e nel suo management molte aspettative. È per questa ragione che l'imprenditore, spesso, rappresenta l'anello di congiunzione tra i due istituti, sforzandosi di coniugare le esigenze della famiglia e quelle dell'impresa. Tali doti sono da ricercare anche nella figura del successore, al fine di evitare l'insorgere di dissidi che potrebbero minare la stabilità dell'impresa e sfociare in crisi irreversibili.

Infine, gli altri soggetti che condizionano significativamente il processo di ricambio generazionale sono i dipendenti dell'impresa familiare. Essi sono consapevoli che dal risultato, positivo o meno, della successione dipenderanno il loro futuro equilibrio e quello dell'azienda per la quale lavorano; e sanno, inoltre, che dal futuro successore dipenderanno anche i sistemi retributivi e le soluzioni organizzative. Tuttavia, il loro giudizio sull'erede designato sarà inevitabilmente inficiato dal continuo confronto con il suo predecessore, con effetti potenzialmente negativi per l'operato del nuovo imprenditore. I valori che accomunano i lavoratori di un'impresa sono il motore del loro operato e, con il passare del tempo, diventano tutt'uno con la cultura aziendale. In particolare, ciò accade nelle aziende di ridotte dimensioni, dove i dipendenti partecipano attivamente e si sentono coinvolti in ogni decisione in quanto "membri aggiunti" della famiglia proprietaria.

Il ruolo chiave è, senza dubbio, quello dell'imprenditore, che deve essere in grado di gestire al meglio le esigenze delle diverse parti in gioco e di scindere il suo ruolo di genitore e quello di fondatore, in modo da non confondere il passaggio generazionale con la successione ereditaria.

Per molto tempo, infatti, la visione combinata di famiglia e impresa ha visto gli imprenditori attuare scelte non ottimali per il futuro dell'azienda, designando come successori i figli maggiori o i figli maschi, secondo canoni ritenuti imparziali soltanto perché radicati nella cultura della società. Come dimostrato da uno studio di Porfirio, Felicio e Carrilho<sup>14</sup> (2020), nei paesi mediterranei dell'Europa meridionale vi è una presenza maggiore di mascolinità rispetto a quella femminile nel mondo imprenditoriale, nonostante le donne abbiano alti livelli di istruzione e risultino essere più motivate nella successione.

È evidente, dunque, che dai comportamenti e dall'approccio che gli attori sopra descritti pongono in essere rispetto al passaggio del testimone dipenderanno le sorti del processo stesso. Una visione troppo tradizionalista e miope rispetto alla moltitudine di alternative possibili ed eventuali conflitti interni tra i soggetti in questione potrebbero compromettere l'esito del processo e, a volte, causare il fallimento dell'impresa stessa.

Il passaggio generazionale, dunque, può rappresentare per la *family firm* un'opportunità di rinnovamento che permetta di incrementare la competitività, o di rovinosa instabilità, soprattutto se i potenziali successori interni alla famiglia sono privi delle competenze necessarie per proseguire l'attività imprenditoriale o quando vi siano conflitti familiari irrisolti. Infatti, nelle imprese familiari la componente personalistica ha un ingente peso, sia in relazione al fondatore, ideatore e creatore dell'attività imprenditoriale, sia al management, responsabile della gestione dell'azienda e del conseguimento di buoni risultati economici.

Riconoscere la necessità di pensare al tema del passaggio generazionale in un'ottica di pianificazione ha dei riflessi psicologici ed emotivi non trascurabili per i soggetti coinvolti e, in particolare, per il fondatore. Significa accettare l'invecchiamento, perdere il ruolo di leader dell'attività e realizzare di aver esaurito l'utilità per la realtà frutto di una vita di sacrificio e dedizione, in cui fino all'attimo precedente si identificava. Infatti, la presa di coscienza della necessità di pianificazione del processo non avviene quasi mai prima dell'ingresso del fondatore nell'ultima fase della sua vita, ossia intorno ai 60 anni. Prima di questo momento, tutti i membri della famiglia sembrano negare o comunque ignorare il bisogno di un'adeguata progettazione del passaggio del testimone.

Alla luce delle complessità fin qui descritte, molte imprese familiari rimandano sistematicamente la pianificazione del processo, sancendo, di fatto, la loro fine. Le ragioni di tale scelta, individuate da Baschieri (2014), sono riconducibili principalmente alla sfera emotiva e possono essere individuate:

---

<sup>14</sup> “*Family business succession: Analysis of the drivers of success based on entrepreneurship theory*”, Journal of Business Research 115, 2020, 250-257

- a) nella negazione dell'amministratore in carica dell'esigenza dell'azienda di avere una guida nuova;
- b) nella volontà dei membri della famiglia di evitare motivi di conflitto al proprio interno, soprattutto qualora vi siano due o più familiari che ambiscono a posizioni apicali;
- c) nella difficoltà di individuare all'interno della famiglia (o, più raramente, nel mercato del lavoro) figure professionali adeguate a sostituire l'attuale amministratore delegato;
- d) nel rifiuto della famiglia di affrontare il problema della possibile perdita di una figura di leadership.

## **2.2 La pianificazione del passaggio generazionale**

Per facilitare il successo del ricambio generazionale, come detto in precedenza, può essere utile adottare una strategia di pianificazione che permetta all'azienda di non trovarsi impreparata di fronte al sopraggiungere del problema successorio.

In particolare, per le *family firms* il ricambio della leadership si configura come un momento delicato e spesso destabilizzante per la vita dell'azienda, dal momento che tutti i poteri sono coagulati nella figura dell'imprenditore o tra il ristretto nucleo familiare. In tale contesto, infatti, è difficile che vi sia un'apertura e una propensione verso il cambiamento, più o meno radicale, della visione strategica che negli anni si è consolidata. Inoltre, risulterà difficile gestire le varie fasi del processo successorio poiché il coinvolgimento emotivo dei soggetti interessati è molto elevato, come ampiamente accennato nel capitolo precedente.

Dunque, per normalizzare tale momento e renderlo un passaggio naturale della vita dell'impresa è fondamentale saperlo riconoscere in anticipo e gestirlo nel modo più congeniale alle esigenze dello specifico contesto imprenditoriale, mediante lo strumento della pianificazione strategica (Dell'Atti, 2007). In questo modo, avendo ben chiari gli obiettivi strategici e la predisposizione delle risorse per raggiungerli, si affronterà il processo di ricambio generazionale in un'ottica intenzionale e non casuale. È necessario adottare un approccio proattivo nei confronti della pianificazione, considerandola come l'occasione per la formalizzazione dei piani strategici per il raggiungimento degli scopi imprenditoriali. Suddetti piani, infatti, non sono vincoli rigidi ed immutabili per la strategia, ma, al contrario, si evolvono in base alla mutevolezza delle variabili ambientali, venendo revisionati ed adeguati. La programmazione del ricambio generazionale, quindi, presuppone la presenza di una logica di piano, che orienti l'intera gestione aziendale, e, complementariamente, una logica incrementale, che permetta di adattare la strategia deliberata in base ai mutamenti esogeni.

Accanto al momento della formulazione delle scelte strategiche, poi, è bene dare la giusta attenzione anche alle fasi di implementazione e di controllo. Il continuo confronto tra obiettivi stabiliti e risultati raggiunti permette di acquisire consapevolezza delle performance in atto e delle cause sottostanti, al fine di reindirizzare le azioni poste in essere verso le finalità di piano o modificare la strategia precedente. Queste considerazioni valgono a maggior ragione nelle imprese familiari, dove la definizione di obiettivi comuni per il futuro e il loro continuo adattamento rappresentano un faro per i membri della famiglia, che saranno incoraggiati a guardare tutti nella stessa direzione invece di massimizzare il proprio interesse personale (Dell'Atti, 2007). L'impresa familiare si configura come uno dei contesti più idonei per elaborare piani strategici volti a prevedere la gestione di una specifica situazione: essendo inevitabile il ricambio del vertice, è possibile individuare per tempo una soluzione condivisa a tale problema ed impegnarsi nella sua realizzazione fin da subito.

La fase in cui ha luogo il processo di pianificazione del ricambio generazionale è quella caratterizzata dal pieno sviluppo dell'azienda, dove nascono esigenze di crescita dimensionale e professionalizzazione dell'organizzazione. Affinché tale processo sia avviato e perseguito nel migliore dei modi, è necessario che la famiglia sia consapevole di tutte le difficoltà derivanti dall'assunzione di determinate decisioni, dei benefici che la pianificazione comporta e dell'esigenza di assistenza esterna. Infatti, per affrontare al meglio la transizione intergenerazionale è fondamentale che l'impresa familiare sia affiancata da professionisti con un approccio interdisciplinare, facendo affidamento su uno o, meglio, un gruppo di consulenti con competenze specifiche riguardo i diversi aspetti del passaggio generazionale (giuridici, fiscali, psicologici, organizzativi, finanziari, etc.).

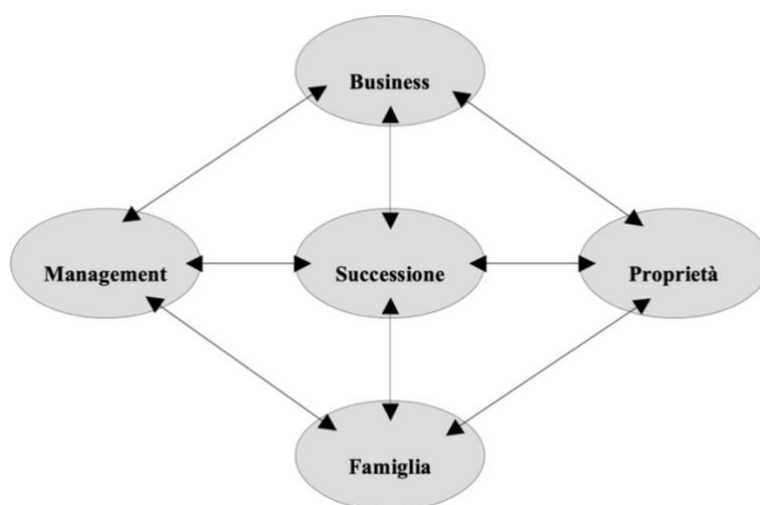
Il percorso di pianificazione prevede, dunque, la stretta collaborazione tra consulenti interni, esterni, membri della famiglia e del management e si articola in tre fasi principali:

1. *Definizione della visione comune*, dove attraverso alcuni incontri si sintetizzano e si integrano le visioni dei vari componenti dell'impresa e si giunge ad una definizione condivisa della strategia di fondo, costituita dai valori e dalla cultura aziendale che la famiglia proprietaria vuole tramandare;
2. *Progettazione della transizione*, dove si formalizza la strategia e si elabora il "progetto di transizione", all'interno del quale vengono descritti sia gli obiettivi di lungo termine sia il piano d'azione operativo da attuare;

3. *Monitoraggio della transizione*, che comporta il controllo ex-post del raggiungimento degli obiettivi prefissati e continua anche una volta che questi si sono realizzati, per verificare la bontà del progetto ed eventualmente modificarlo<sup>15</sup>.

Nel dettaglio, il progetto di transizione si scompone in tre distinti piani strategici: quello aziendale, concernente lo sviluppo organizzativo e finanziario dell'azienda; quello familiare, relativo alla gestione dei rapporti impresa – famiglia; e quello patrimoniale, atto a definire i nuovi assetti proprietari dell'impresa. Tali piani si riferiscono ad un arco temporale esteso, di medio/lungo termine, e si propongono di sintetizzare gli obiettivi dei diversi *stakeholders* dell'impresa familiare, in particolare, rispettivamente, del management, della famiglia e della proprietà. Questi tre gruppi di soggetti perseguono interessi differenti: i manager tendono alla massimizzazione delle performance economiche, la famiglia considera l'azienda come il mezzo per garantirsi la stabilità finanziaria e la trasmissione dei propri valori identificativi, la proprietà è interessata alla remunerazione degli investimenti. Nonostante questi differenti obiettivi, management, famiglia e proprietà non possono essere considerati come entità separate, dal momento che presentano delle aree di sovrapposizione, come riportato in figura 4.

Figura 4: Il modello dei cinque cerchi<sup>16</sup>



Il modello dei cinque cerchi rappresenta l'evoluzione di uno precedente elaborato da J. Davis e poi ripreso da Ward e Lansberg, il quale prevedeva la presenza di sole tre aree, corrispondenti ai tre gruppi di *stakeholders* sopra esposti. La rielaborazione da parte di Amat consente di fare alcune considerazioni circa la dimensione organizzativa, la prospettiva strategica e competitiva e, in aggiunta, la successione dell'impresa.

<sup>15</sup> DELL'ATTI A., *Il passaggio generazionale nelle imprese familiari*, Bari, Cacucci Editore, 2007.

<sup>16</sup> AMAT J. M., *La continuidad de la empresa familiar*, Gestión 2000, Barcellona, 2004.



In particolare, come riportato da Dell'Atti (2007), l'**area del management** comprende gli aspetti relativi la scelta dei fattori produttivi per attuare la strategia stabilita, per raggiungere gli obiettivi prefissati e consolidare il vantaggio competitivo. I fattori critici di quest'area sono individuabili nel:

- a) Grado di professionalizzazione dell'organizzazione, intesa come formalizzazione dei processi decisionali e chiara suddivisione delle responsabilità;
- b) Grado di formalizzazione del sistema di controllo;
- c) Grado di formalizzazione della politica di assunzione, in termini di sistema retributivo, incentivi e formazione delle risorse umane.

L'**area del business** include la visione strategica dell'impresa e il suo posizionamento all'interno dell'arena competitiva, con le relative scelte in merito al tipo di strategia adottata e, più in generale, al disegno strategico sottostante. Nel dettaglio, la strategia può essere di tipo proattivo, reattivo, di sviluppo, di inseguimento, di innovazione di prodotto o sul rinnovamento dei prodotti esistenti. La scelta di una o più di queste alternative ha conseguenze che si riflettono nel grado di differenziazione dei prodotti, di internazionalizzazione, nel livello tecnologico adottato, nelle politiche di approvvigionamento. Il corretto sviluppo del disegno strategico, inoltre, dipende anche dall'efficacia degli organi di governance all'interno dell'azienda, come ad esempio, il Consiglio di Amministrazione, responsabile di indirizzare strategicamente l'impresa.

L'**area della proprietà** concerne le decisioni in merito alla composizione della compagine societaria: se aprire il capitale ad azionisti esterni, se affidare la guida dell'impresa a professionisti non familiari, come gestire i rapporti tra i diversi gruppi di portatori di interessi.

L'**area della famiglia** riguarda le problematiche relative alla definizione dei valori guida familiari, delle relazioni tra i membri della famiglia, la coerenza tra le aspettative dei familiari e gli obiettivi dell'impresa, l'idoneità delle strutture di governo.

Infine, l'**area della successione** comprende tutto il processo di trasmissione del potere di controllo e guida dell'impresa e costituisce il passaggio cruciale per garantire il raggiungimento dell'obiettivo primario dell'impresa familiare: andare oltre il tempo.

Il passaggio generazionale, quindi, si pone in modo trasversale rispetto alle aree sopra analizzate e ne sintetizza i tratti caratteristici, andando a configurare un momento della vita aziendale che necessita di un'osservazione multilaterale. Infatti, tale fenomeno non può essere considerato soltanto dal punto di vista giuridico o aziendalistico ma deve essere analizzato anche da un punto di vista organizzativo, psicologico, culturale, manageriale, fiscale, etc. in modo integrato. Vallone (2009) identifica le quattro fasi in cui si articola il passaggio generazionale:

- *Fase di osservazione e selezione*, nella quale il fondatore prende coscienza della possibilità di inserire gli eredi in azienda ed inizia a valutarne l' idoneità. Questa fase è diversa a seconda della personalità dell' imprenditore (lungimirante o concentrato nei risultati di breve termine), dal fine delle sue azioni (lustro individuale o bene familiare) e dalla sua capacità di delega; e dal carattere del potenziale successore (disponibile all' attesa o impaziente, innovatore o tradizionalista, con ambizioni verso l' esterno o desideroso di proseguire l' attività familiare). Tutte queste variabili daranno luogo a diverse modalità di successione (elusa, differita, programmata ed immediata, secondo le caratteristiche del padre; pretesa, traumatica, fisiologica, coinvolgente, secondo quelle del figlio)
- *Fase di successione*, nella quale ha luogo (preferibilmente) la pianificazione del processo, attraverso l'elaborazione dei tre piani strategici: aziendale, familiare e patrimoniale.
- *Fase di gestione del cambiamento*, successiva al ricambio generazionale vero e proprio, che consiste nella legittimazione della nuova direzione agli occhi di tutti i portatori di interessi, per trasmettere sicurezza e continuità in un momento di cambiamento di congenita fragilità.
- *Fase di inizio della nuova forma di governo*, dove la nuova generazione si incarica delle responsabilità e acquisisce autorità, dimostrando propensione alla collaborazione. Tale fase sarà facilitata dall' avere in precedenza definito un insieme di regole per il buon governo e la gestione economico-finanziaria dell' azienda e da un' adeguata suddivisione di compiti in modo da minimizzare le occasioni di creazione di conflitto e malumori.

Una volta superate queste fasi, l'azienda dovrebbe essere in grado non solo di sopravvivere, ma anche di sostenere in modo proficuo la competizione all' interno del settore in cui opera e crescere.

## **I piani strategici per la pianificazione**

I tre sub - sistemi coinvolti nel processo di ricambio generazionale, famiglia–impresa–proprietà, possono dare luogo a diverse tipologie di transizione. Ciambotti (2011) individua 4 ipotesi di transizione imprenditoriale:

1. *Transizione familiare completa*, quando il processo coinvolge sia la proprietà sia la direzione della famiglia e dell' impresa;
2. *Transizione familiare di proprietà senza quella imprenditoriale*, quando i successori familiari rilevano la quota del capitale posseduto dalla famiglia, ma non subentrano nei ruoli imprenditoriali o gestori per disinteresse o assenza di competenze necessarie;

3. *Transizione familiare imprenditoriale/manageriale con assenza (totale o parziale) di transizione della proprietà*, quando la proprietà delle quote del capitale sociale viene trasferita a terzi fino a perdere il controllo dell'impresa;
4. *Transizione extra-familiare completa*, qualora proprietà e gestione dell'impresa vengono completamente trasferite a soggetti esterni alla famiglia.

Alla luce di queste possibili opzioni, appare chiara la necessità di definire una pianificazione integrata che comprenda tutti gli aspetti relativi all'interazione tra famiglia, proprietà e impresa. Come precedentemente accennato, il progetto di transizione, concordato con i consulenti durante la fase centrale del processo di pianificazione, comprende tre distinti piani strategici, in relazione all'area considerata. Il **piano strategico aziendale** consiste nella definizione e nella formalizzazione della strategia per il futuro sviluppo dell'impresa, mediante una diagnosi complessiva del contesto in cui essa opera e delle principali leve che possiede. L'output di questo processo è rappresentato dal business plan, che predispone il piano di azione dell'impresa sia a livello di corporate sia di business, tenendo in considerazione anche le variabili esogene. Nella realizzazione del piano strategico aziendale è fondamentale la visione della famiglia circa il suo futuro all'interno dell'impresa e il livello di impegno che intende riversare nell'attività imprenditoriale, in quanto queste scelte ne condizioneranno le disponibilità finanziarie. Infatti, la stesura del piano strategico aziendale non può prescindere da quella di un **piano strategico familiare**, volto a risolvere le questioni interne alla famiglia che potrebbero condizionare il buon funzionamento dell'impresa. Il piano strategico familiare si concretizza nel regolamento di famiglia, ossia in una dichiarazione d'intenti della famiglia proprietaria, utile a prevenire situazioni di incertezza e chiarire alla generazione emergente i capisaldi della cultura familiare. Al suo interno, infatti, sono definiti i valori guida dell'operato dei membri della famiglia, il loro livello di *commitment* e le loro responsabilità nei confronti degli *stakeholders*, in modo da esplicitare le intenzioni e garantire la continuità dell'impresa familiare. Tutto ciò in un'ottica integrata che apporti benefici sia all'impresa sia alla famiglia. Inoltre, il piano strategico familiare è funzionale alla definizione di una serie di regole per il buon governo dell'impresa e la gestione dei processi transitori, e in particolare del passaggio generazionale. Come evidenziato da Dell'Atti (2007), attraverso il piano strategico familiare è possibile regolamentare alcune dinamiche d'impresa, come ad esempio:

- Metodologia del processo decisionale e consenso necessario (unanimità, maggioranza, etc.);
- Percorso formativo dei potenziali successori;
- Definizione dei familiari operativi e di quelli inattivi;

- Funzionamento dell'organo amministrativo<sup>17</sup>;
- Periodicità e modalità di svolgimento delle riunioni di famiglia;
- Formalizzazione dei sistemi di comunicazione;
- Eventuale presenza del Consiglio di Famiglia come organo di controllo circa l'attuazione del piano familiare.

Il piano in questione permette quindi di definire un codice comportamentale che i membri della famiglia si impegnano a rispettare, consolidando la stabilità di governo dell'impresa nel tempo e prevenendo l'insorgere di situazioni di conflitto tra i familiari.

Un ulteriore aspetto da tenere in considerazione nel complesso processo di pianificazione del passaggio generazionale riguarda il patrimonio dell'impresa e la sua struttura finanziaria. Il **piano strategico patrimoniale** indica la struttura del patrimonio dell'impresa familiare, pianificandone il fabbisogno finanziario alla luce della necessità di trasferimento della leadership. Come sottolineato da Vallone (2009), la pianificazione patrimoniale consente di determinare le esigenze finanziarie dell'azienda e della famiglia, al fine di non pregiudicare la continuità aziendale e favorire l'equilibrio del patrimonio. Tale elemento è fondamentale per non incappare nel modello "impresa povera e famiglia ricca" nel quale l'azienda rappresenta il veicolo per garantire il tenore di vita elevato dei proprietari.

Pianificare il fabbisogno finanziario e diversificare le fonti di finanziamento è un aspetto fondamentale del processo di ricambio generazionale, in quanto la successione può generare delle uscite finanziarie sia dal punto di vista fiscale sia dal punto di vista di compensazione dei legittimari che non faranno più parte della compagine sociale (liquidazione dei soci uscenti).

È noto, infatti, come le imprese familiari tendendo ad autofinanziarsi, evitando di aprire il capitale a soggetti esterni per il timore di perdere i diritti di controllo dell'impresa: c'è un trade-off tra il controllo proprietario della famiglia e l'accesso a nuove risorse finanziarie (Mussolino, 2008). La concezione di finanza dell'imprenditore, convinto che esista soltanto il credito bancario come alternativa al capitale proprio, preclude l'accesso a risorse finanziarie alternative rispetto all'indebitamento, condannando l'impresa ad una struttura finanziaria poco eterogenea. Tale caratteristica è riconducibile alla connaturata distorsione del sistema imprenditoriale italiano, definito *bank-based* (Chiesa, Palmucci, Pirocchi, 2009), nel quale si tende ad instaurare un rapporto con l'istituto di credito di lunga durata, finendo per dipendere quasi totalmente dal sistema creditizio. I motivi per cui le imprese italiane, in particolare le PMI, sono restie all'apertura del capitale a intermediari finanziari diversi dalla "banca di famiglia" sono

---

<sup>17</sup> Anche se tale argomento viene già discusso nello Statuto o dalla Legge, attraverso forma societaria prescelta, nell'ambito del piano strategico familiare è possibile chiarire ed approfondire il punto di vista della famiglia a riguardo.

principalmente di ordine culturale (poca o nulla conoscenza dei servizi di corporate banking disponibili sul mercato) e psicologico (timore di perdere il controllo e di subire un'eccessiva ingerenza da parte dell'intermediario finanziario nella gestione dell'impresa) (Caruso, Palmucci, Zambelli, 2006). Il secondo Quaderno di Ricerca del Politecnico di Milano (2019) descrive in modo esaustivo la finanza alternativa a disposizione delle PMI, individuando gli strumenti complementari al credito bancario.

Figura 5: Tabella riassuntiva canali finanziamento PMI<sup>18</sup>

	<b>Forma di finanziamento</b>	<b>Orizzonte temporale</b>	<b>Tipologia di investitore tipico</b>
Credito bancario	Debito	Breve, medio, lungo termine	Bancario
<i>Minibond</i>	Debito	Breve e medio termine	Professionale
<i>Crowdfunding</i>	<i>Reward, equity, debito</i>	In funzione della forma di finanziamento	<i>Retail e professionale</i>
<i>Invoice trading</i>	Smobilizzo fatture	Breve termine	Professionale
<i>Direct lending</i>	Debito	Medio termine	Professionale
ICO e <i>token offerings</i>	<i>Token</i> digitali	Variabile	<i>Retail</i>
<i>Private equity e venture capital</i>	<i>Equity</i>	Lungo termine	Professionale

In particolare, come evidenziato nella Figura 5, esistono diverse modalità di finanziamento oltre al mercato creditizio, che risultano più o meno adeguate a seconda della fase del ciclo di vita in cui l'impresa si trova. Per quanto riguarda il capitale di debito, le alternative individuate sono:

- *Minibond*, ossia dei titoli obbligazionari emessi dalle imprese sul mercato mobiliare e sottoscritti da investitori professionali e qualificati. Tali titoli di debito rappresentano per le imprese un'opportunità per interfacciarsi con il mercato e con i suoi attori principali, per avere una stabilità per quanto riguarda la disponibilità di risorse (credito bancario insostenibile nel medio-lungo termine) e per essere meno dipendenti dal circuito creditizio;
- *Crowdfunding*, cioè la ricerca di finanziatori attraverso la rete internet promuovendo la propria iniziativa imprenditoriale, anche se è utilizzato in misura maggiore nelle prime fasi di vita dell'impresa, in particolare dalle start-up innovative;
- *Direct lending*, ossia il finanziamento da parte di intermediari non bancari, tipicamente fondi di investimento alternativi specializzati che erogano prestiti a medio-lungo termine al fine di realizzare progetti di crescita, acquisizioni o rifinanziamento del credito. Il vantaggio di tale forma di finanziamento è la rapidità di erogazione del

<sup>18</sup> Fonte: 2° Quaderno di Ricerca: Finanza Alternativa per le PMI in Italia, Politecnico di Milano, 2019

prestito rispetto al credito bancario, la sua personalizzazione sulla base del *business plan* e delle necessità finanziarie dell'impresa.

Non esistono una struttura finanziaria ideale e un assetto finanziario definitivo, ma è necessario, per lo sviluppo dell'impresa, diversificare le fonti di finanziamento, bilanciando equamente capitale di rischio e capitale di debito, il quale non può essere rappresentato soltanto dal ricorso al debito bancario (Gervasoni, Lanfranchi, 2015). La dipendenza da un unico interlocutore, infatti, è nociva per le traiettorie di sviluppo future dell'impresa, in particolar modo se familiare, in quanto soggetta al fisiologico ricambio generazionale. Con l'inserimento della "Next-Generation"<sup>19</sup>, caratterizzata da un nuovo spirito imprenditoriale e da un diverso attaccamento all'azienda, è possibile cogliere le opportunità di innovazione attraverso efficaci strategie di crescita che rappresentano la svolta per l'impresa. Come evidenziato da Cesaroni e Sentuti (2010), per poter analizzare le sfide che si presentano alla nuova generazione e le relative possibili traiettorie di sviluppo, è necessario considerare i fattori che permettono all'azienda di trasformare la transizione al vertice in un'occasione di rilancio e rinnovamento. Tali fattori di successo sono:

- *La formazione del successore*, sia dal punto di vista dell'istruzione (formazione istituzionale) sia da quello dell'esperienza sul campo attraverso esperienze professionali in altre imprese e/o all'estero e percorso all'interno dell'azienda di famiglia. Il nuovo leader, infatti, dovrà avere sia adeguate competenze manageriali che una visione innovativa dell'impresa, al fine di definire il proprio nuovo progetto imprenditoriale coerentemente con la storia della famiglia (e dunque dell'impresa).
- *Il grado di apertura del predecessore*, inteso come l'atteggiamento aperto e fiducioso nei confronti della nuova generazione entrante, propenso al trasferimento di tutto quel codice di valori che va a costituire la conoscenza tacita dell'impresa, ossia la sua vera essenza. Al contrario, un atteggiamento chiuso, costituito da poco confronto, scontri e poca propensione alla delega costituisce uno dei freni principali alla motivazione del successore: egli potrebbe essere costretto a rimanere relegato ai margini, non riuscendo a trovare lo spazio adeguato ad attuare le proprie idee innovative e di cambiamento.
- *La capacità del successore di governare il cambiamento*, intesa come abilità di tradurre in azioni il progetto imprenditoriale innovativo, farsi carico e gestire adeguatamente la complessità che ne deriva. Ciò si verifica attraverso il consolidamento delle proprie competenze gestionali, unendo al proprio spirito di cambiamento l'esperienza dei

---

<sup>19</sup> "Emotional ownership: The Next Generation's Relationship with the family firm" di Björnberg, Nicholson, Family Business Review 25(4) 374–390, 2012

collaboratori da sempre coinvolti in azienda, in primis il fondatore, che così si sentirà parte del processo di crescita.

- Il *coinvolgimento di soggetti non appartenenti alla famiglia* nelle scelte gestionali, in modo tale da apportare punti di vista esterni ed oggettivi e competenze professionali distinte da quelle del predecessore, che possano quindi affiancarlo fornendogli un supporto imparziale e focalizzato sulle necessità aziendali piuttosto che sulle dinamiche familiari.
- La *programmazione della successione*, la quale consente di affrontare un momento così delicato e potenzialmente pericoloso in modo chiaro e definito. Il supporto di piani strategici di medio-lungo periodo consente di attuare scelte lucide e ponderate per il bene dell'azienda, che altrimenti sarebbero sopraffatte dall'emotività e dal coinvolgimento affettivo.
- La *trasmissione della proprietà al successore* attraverso il trasferimento delle quote o delle azioni del predecessore alla generazione entrante. Il passaggio della proprietà nelle mani del nuovo leader non avviene automaticamente con il trasferimento del ruolo di imprenditore, ma deve essere ufficializzato al fine di mantenere l'identità tra proprietà e gestione. Inoltre, questo evento costituisce il riconoscimento per il successore dell'effettiva responsabilità sul family business e un incentivo al suo *commitment*.

Oltre a questi fattori endogeni, connessi alle caratteristiche dei soggetti coinvolti, è necessario considerare anche alcuni aspetti concernenti prettamente l'attività imprenditoriale ed altri fattori esogeni, riguardanti il contesto in cui questa si colloca. A tal proposito, come sottolinea Vallone (2012), in merito ai fattori esterni all'azienda, bisogna distinguere se quest'ultima opera all'interno di un settore maturo o in espansione, in quanto tale distinzione permette di adeguare il *modus operandi* allo specifico contesto. Le imprese che sono collocate in settori maturi, dove vi è bassa redditività e una domanda stagnante o addirittura negativa, sono costrette a concepire il ricambio generazionale come un momento di riqualificazione dell'attività imprenditoriale, rinnovamento dell'idea di fondo e ripensamento dell'intera strategia di business. Qualora invece lo sfondo sia un settore in espansione in cui *family firm* ha un posizionamento redditizio, il passaggio generazionale non sarà *disruptive*, ma rappresenterà una fase fisiologica e continuativa del progetto imprenditoriale iniziale, da affrontare con il giusto equilibrio tra spirito conservatore ed innovativo.

Per quanto riguarda le caratteristiche dell'attività imprenditoriale, invece, è necessario distinguere se l'impresa ha una strategia *monobusiness* o *multibusiness*. Come riportano Dell'Atti (2007) e Vallone (2012), nel caso di imprese *monobusiness*, tutta l'attività d'impresa è stata generata dall'intuizione del fondatore, che potrebbe essere rigido e avverso ai processi

di rinnovamento, soprattutto nei casi in cui l'azienda produca ancora flussi di cassa positivi. In questo contesto, l'imprenditore entrante si troverà davanti a due scelte: continuare l'originaria idea di *business* apportando energie e spirito di innovazione nuovi; oppure, se l'idea iniziale risulta insostenibile e "nociva" per le sorti dell'impresa, dovrà rivoluzionare l'impresa, pensando ad un modello di business completamente nuovo. Inoltre, l'impresa *monobusiness* si presta maggiormente ad essere trasferita ad un unico erede, creando potenziali situazioni di conflitto qualora vi siano più successori (come individuare il leader, come suddividere i ruoli, etc.). Qualora l'impresa abbia adottato una strategia *multibusiness*, la complessità cresce e diventa cruciale il coordinamento tra le varie ASA (Area Strategica di Affari). Nonostante questa fattispecie si configuri come più adatta alla trasmissione "pluri-erede", il fattore critico a cui porre maggiore attenzione è il mantenimento dell'unitarietà aziendale e la corretta valorizzazione delle correlazioni tra i vari *business*. Inoltre, questa situazione potrebbe portare ad attriti e conflitti tra i successori riguardo, ad esempio, la decisione dell'assegnazione delle diverse ASA, la gestione e la politica di investimento dei flussi finanziari, il mantenimento o meno di determinati business (magari perché in declino).

Un altro aspetto da considerare è il ruolo dell'imprenditore nell'attività svolta, ossia il grado di apporto personale necessario nello svolgimento dell'attività del *business* piuttosto che l'esigenza di competenze tecniche specifiche. Tale distinzione consente di attuare determinate scelte in merito al processo di formazione della generazione entrante e sulle politiche di inserimento di quest'ultima in azienda. Infatti, qualora l'attività sia di matrice artigianale o fiduciaria, dove la componente personalistica dell'imprenditore è fondamentale e la sua presenza è difficilmente sostituibile, il processo di ricambio generazionale dovrà essere impostato in modo da favorire la trasmissione della conoscenza tacita, attraverso l'affiancamento del successore all'imprenditore. Nel caso contrario, ovvero quando l'attività richiede competenze tecnico-professionali specifiche, è necessario l'investimento da parte della famiglia nella formazione del successore sia a livello di formazione universitaria sia post-universitaria attraverso esperienze sul campo, al fine di accentuarne la motivazione e favorirne il coinvolgimento.

In aggiunta a questi elementi, è bene considerare anche la dimensione aziendale, sia a livello quantitativo (numero di dipendenti, fatturato, volumi di produzione, etc.) sia a livello qualitativo, ponendo l'attenzione agli aspetti più relazionali (stile direzionale, caratteristiche strutturali, assetto organizzativo, etc.). La dimensione aziendale, in particolare, si traduce nella definizione di un assetto organizzativo, che è più o meno articolato e formalizzato in funzione della maggiore o minore complessità aziendale. Tale aspetto si riflette nel processo di ricambio generazionale come una sorta di elemento facilitatore, dal momento che, stante la necessità di



una certa preparazione professionale, la suddivisione dei ruoli e delle responsabilità è già definita dalla struttura gerarchica, con un conseguente grado autonomia rispetto alla figura dell'imprenditore uscente. Nelle imprese più piccole, invece, la minore complessità organizzativa richiede strutture sono poco formalizzate, con la conseguenza che il ricambio generazionale risulta più difficoltoso perché comporta, per il successore, l'assunzione della gestione dell'intera azienda, e, nel caso di più eredi, la suddivisione delle responsabilità e la definizione di meccanismi di coordinamento per il processo decisionale mai implementati prima.

## **Traiettorie di crescita**

Gli elementi fin qui analizzati assumono connotati diversi e specifici a seconda del contesto in cui sono inseriti, dal momento che le imprese familiari costituiscono un genere unico e molto eterogeneo. Tali aspetti rappresentano i fattori critici da tenere in considerazione nel processo di pianificazione del ricambio generazionale, in modo da garantire la continuità per l'impresa e offrire traiettorie di sviluppo adeguate alla specifica fattispecie. A seconda della relazione tra proprietà e management presente al loro interno, le imprese familiari configurano situazioni singolari, con esigenze ed istanze uniche e difficilmente riconducibili ad altre, le quali influenzano le decisioni in merito alle strategie di crescita perseguibili. D'Allura e Faraci (2018) discutono come le diverse scelte di espansione (internazionalizzazione e innovazione), sia in termini di convenienza sia per di modalità, siano condizionate dalle necessità della famiglia, che variano a seconda della diversa combinazione di proprietà e management.

In particolare, gli studiosi individuano tre modelli di governance, *family-centered*, *market-oriented* ed *investor-centered*, a seconda della presenza esclusiva o meno nella proprietà.

Il modello *family-centered* prevede la presenza permeante della famiglia sia all'interno della proprietà sia del management dell'impresa, con diversi risvolti a livello di crescita: positivi, qualora i membri fossero competenti e veicolassero l'identità familiare; negativi, qualora la chiusura familiare rappresentasse un ostacolo per la scarsa competenza e professionalità dei suoi componenti.

Il modello *market-oriented* vede la proprietà dell'impresa nelle mani della famiglia mentre la gestione è affidata ad un management esterno più professionale ed oggettivo. In questa fattispecie si assiste alla compresenza di valori familiari e competenza tecnica dei manager esterni, dando forma ad un connubio che, se ben gestito, si rivela vincente nella maggior parte dei casi, anche attraverso la configurazione di fenomeni di *stewardship*.

Infine, il modello *investor-centered* è caratterizzato dalla presenza all'interno della proprietà di soggetti esterni (anche investitori istituzionali) che non snatura tuttavia la governance. In questo

modo, vi è un'ibridazione tra le caratteristiche tipiche della *family firm* e quelle della *public company*, attraverso cui l'azienda può professionalizzarsi e formalizzarsi mantenendo saldi i valori della cultura familiare.

Tali modelli di governance prevedono diverse modalità di impegno di risorse e capacità imprenditoriali e manageriali, dalle quali scaturiscono bisogni emotivi ed aziendali diversi che plasmano le scelte riguardanti le traiettorie di crescita.

Figura 6: Capacità imprenditoriali, capacità manageriali e bisogni emotivi<sup>20</sup>

Family business capacità imprenditoriali e manageriale	Bisogno emotivo	'Family Centered'	'Market-oriented'	'Investor-centered'
	Armonia tra i componenti della famiglia	PRESERVA CAPACITÀ ATTUALI	ARRICCHISCE E CONDIVIDE CAPACITÀ	ACQUISISCE NUOVE CAPACITÀ
	Mantenere le tradizioni di famiglia			
	Fare impresa per creare ricchezza per le generazioni future			

Come riportato in Figura 6, nell'impresa *family-centered*, la spinta emotiva conservatrice della famiglia ha il sopravvento sulle esigenze di crescita dell'azienda. Infatti, nella maggioranza dei casi, la tendenza di tali imprese è quella di preservare le capacità critiche per il business, per timore di non sopravvivere nel contesto attuale, attraverso la scelta deliberata di non crescere. Tale esigenza si riflette anche nella scelta delle modalità di internazionalizzazione: le imprese *family-centered* optano principalmente per una strategia di esportazione (diretta o indiretta), anziché assumersi il rischio di compromettere il controllo sulle risorse critiche attraverso investimenti diretti.

L'impresa *market-oriented*, invece, in virtù della presenza di soggetti esterni alla famiglia nel management, presenta capacità manageriali preponderanti rispetto a quelle imprenditoriali. In questo contesto, i bisogni aziendali sono più marcati rispetto a quelli emotivi, e ciò consente al management di assecondare più facilmente la propensione dell'impresa alla crescita sui mercati esteri, senza le interferenze emotive tipiche della sfera familiare. Qualora, poi, non fosse in possesso delle abilità manageriali specifiche per l'internazionalizzazione, l'impresa familiare

<sup>20</sup> Fonte: *Le imprese familiari. Governance, internazionalizzazione e innovazione*, G.M.D'Allura e R. Faraci, Franco Angeli, Milano, 2018

*market-oriented* sarebbe favorevole all'integrazione delle competenze necessarie dall'esterno. Questa tensione al mercato si traduce nella scelta di modalità di ingresso nei mercati stranieri più aggressive, quali, ad esempio, l'apertura di filiali commerciali e/o produttive controllate da un proprio manager. In questo modo vengono conciliate l'esigenza di controllo sulle risorse, tipicamente emotiva, e quella di cogliere le opportunità di crescita, di matrice aziendalistica. Nel modello *investor-centered*, infine, i bisogni emergenti dalle capacità sono condizionati dalla presenza di soci esterni alla famiglia, i quali influenzano molto le scelte per le strategie di crescita dell'impresa. In particolare, questa scelta "obbligata" si presenta nel caso in cui vi sia un investitore professionale che inietti in azienda risorse per la crescita (*equity for growth*), facendo diventare prioritario l'obiettivo di espansione. La molteplicità di configurazioni proprietarie che potrebbe crearsi all'interno di tale modello, a causa della diversa natura degli investitori esterni, comporta la presenza di diverse modalità di ingresso nei mercati esteri, in funzione delle esigenze della proprietà. Le scelte di internazionalizzazione, in questi casi, sono guidate dal preponderante bisogno aziendale di crescita e possono concretizzarsi in *partnership* commerciali o produttive con soggetti stranieri già capillarmente presenti nel mercato di interesse oppure in operazioni di *merger & acquisition* a seconda della convenienza e della possibilità di negoziazione.

Oltre all'internazionalizzazione, un'altra traiettoria di crescita tanto interessante quanto complessa per le imprese familiari, è quella dell'innovazione. Come emerge dall'apporto di D'Allura e Faraci (2018), vi sono risultati controversi circa la capacità innovativa delle imprese familiari: sono convenzionalmente ritenute essere per natura conservative, tradizionaliste ed eccessivamente *path-dependent*; mentre alcune statistiche dimostrano che più della metà delle imprese innovative europee sono a proprietà familiare. La spiegazione a tale ambiguità può essere fornita da De Massis, Di Minin e Frattini (2015), che con il loro modello "Innovation Through Tradition", dimostrano la presenza nelle imprese familiari di un paradosso che vi limita i processi innovativi. La contraddizione in questione consiste nel fatto che le imprese familiari innovano meno delle *non-family firms*, nonostante siano caratterizzate da una migliore capacità di raggiungere con successo gli obiettivi dei progetti di innovazione. Secondo gli studiosi, la possibilità di risolvere questa contraddizione è connessa alla capacità dell'impresa di elaborare strategie innovative "su misura" che considerino e valorizzino le proprie specificità secondo un approccio *Family-Driven Innovation* (FDI). È chiara, dunque, la necessità per l'impresa familiare di innovare attraverso la tradizione del suo passato e delle sue esperienze, che costituiscono la conoscenza tacita da trasmettere alle generazioni future nonché le fonti del suo attuale vantaggio competitivo. In questo contesto, l'impresa si troverà davanti ad un bivio: innovare in modo rivoluzionario, per assecondare le logiche di mercato ed espandere i confini,

o rinunciare ad innovare e posizionarsi in una nicchia, facendo leva sulle tradizioni di famiglia che fino a quel momento hanno garantito il successo dell'impresa. La scelta di quale strategia adottare dipende dalle caratteristiche strutturali dell'impresa familiare e, come dimostrato da D'Allura e Faraci (2018), dalle diverse configurazioni di proprietà e management, che influiscono sulle traiettorie di crescita.

In particolare, le imprese *family-centered* sono guidate dallo spirito conservatore delle tradizioni, limitando l'innovazione a processi di tipo incrementale, caratterizzati da basso rischio e un grado di rottura rispetto al passato a tratti inesistente. Tale strategia consente a queste imprese di procedere lentamente nel mercato, ritagliandosi delle nicchie di successo che risultano redditizie per lunghi periodi.

Nelle imprese *market-oriented*, invece, le capacità innovative non dipendono soltanto dalla famiglia e dal suo background di valori ma anche dall'ingresso di manager esterni con visioni nuove. Tale caratteristica si traduce in scelte strategiche più rischiose, attraverso progetti di innovazione radicale di prodotto o servizio, che tuttavia consentano di mantenere riconoscibile l'impronta della famiglia.

Infine, le imprese *investor-centered* sono quasi completamente sdoganate dalle tradizioni familiari, data la presenza di investitori professionali interessati soprattutto al ritorno economico dell'investimento. In questi casi, l'innovazione sarà di tipo *disruptive* e consentirà all'impresa di riqualificarsi e rischiare offrendo nuove proposizioni di valore.

## **2.3 Strumenti e strategie per il ricambio**

Al fine di gestire al meglio il momento del passaggio generazionale, è necessario, come è stato ampiamente discusso nel capitolo precedente, pianificare per tempo una strategia che consenta di affrontarlo nel modo più adeguato alle esigenze dell'impresa familiare.

Di seguito verranno esposte le principali modalità con cui l'imprenditore può organizzare la propria uscita di scena, evidenziandone sia gli aspetti civilistici sia quelli fiscali, che molto spesso determinano la scelta di quale strategia attuare.

Le differenti caratteristiche di ogni impresa familiare richiedono strumenti malleabili in base alle specifiche esigenze che presentano le diverse circostanze. Ogni situazione, in quanto strutturalmente unica, necessita di adattare e plasmare i diversi istituti ai propri bisogni.

Le diverse opzioni presentate, oltre ad avere finalità specifiche differenti, prevedono diverse condizioni finanziarie per i soggetti coinvolti: infatti, in molti casi è necessario l'intervento di soggetti terzi che permetta l'implementazione della strategia, come nell'operazione di leveraged buy-out, che verrà analizzata successivamente.

## Donazione

La donazione è l'atto con il quale, per spirito di liberalità, una parte (donante) arricchisce l'altra (donatario), disponendo a favore di questa di un suo diritto, o assumendo verso la stessa una obbligazione (art. 769 c.c.).

La donazione si realizza attraverso atto pubblico notarile e con la presenza di due testimoni. Mediante tale strumento, l'imprenditore, ancora in vita, trasferisce in modo spontaneo (*animus donandi*) i beni costituenti il patrimonio aziendale agli eredi che ritiene idonei a succedergli nella gestione dell'impresa di famiglia. Qualora l'impresa familiare sia *multibusiness*, la donazione può avere ad oggetto anche un solo ramo d'azienda, a patto che il complesso di beni trasferito sia adeguato all'esercizio dell'attività d'impresa. In questo caso, come dispone l'art. 58, comma 1 del TUIR, "il trasferimento di azienda per causa di morte o per atto gratuito non costituisce realizzo di plusvalenze dell'azienda stessa; l'azienda è assunta ai medesimi valori fiscalmente riconosciuti nei confronti del dante causa".

In generale, si tratta di un atto gratuito con cui il fondatore seleziona il/i successore/i e distribuisce arbitrariamente le quote sociali. Infatti, l'istituto in questione non prevede l'esborso di alcuna somma di denaro da parte del beneficiario in ragione della liberalità che lo contraddistingue, né la liquidazione degli altri eredi, configurandosi come una delle forme di gestione del ricambio generazionale meno costose.

Anche dal punto di vista dell'imposizione fiscale la donazione risulta conveniente, dal momento che consente un notevole risparmio d'imposta. Infatti, la donazione di azienda a favore di una persona fisica è neutrale in termini di imposizione diretta per entrambi i soggetti coinvolti nell'operazione.<sup>21</sup> Tale regime di neutralità fiscale si attiva soltanto se il donatario iscrive l'azienda ricevuta agli stessi valori fiscalmente riconosciuti in capo al donante (principio della continuità dei valori fiscali). In questo modo, la tassazione delle plusvalenze latenti sarà differita al momento in cui queste ultime saranno effettivamente realizzate. Inoltre, ai sensi dell'art. 3 comma 4-ter del D.lgs. 346/90, l'operazione è esente dall'imposta di donazione qualora la liberalità venga eseguita a favore del coniuge o del discendente del donante e il/i beneficiario/i prosegua l'esercizio d'impresa per un periodo di almeno 5 anni dalla data dell'operazione (volontà espressa per iscritto all'interno dell'atto di donazione).

Oltre al risparmio d'imposta, la donazione configura una modalità di passaggio generazionale cosciente da parte dell'imprenditore, che consapevole della necessità di uscire di scena, decide di destinare l'attività a chi ritiene più idoneo a sostituirlo nel ruolo di leader, garantendogli supporto e consenso.

---

<sup>21</sup> Qualora, invece, la donazione fosse a beneficio di una società commerciale, vi sarebbe l'emersione di materia imponibile: una plusvalenza in capo al donante e una sopravvenienza attiva in capo al donatario.

## Usufrutto e affitto d'azienda

L'usufrutto e l'affitto d'azienda sono due contratti utilizzati frequentemente nei processi di ricambio generazionale e sono disciplinati congiuntamente dal legislatore negli artt. 2561 e 2562 c.c.. Tali norme regolano espressamente soltanto la fattispecie dell'usufrutto, mentre rimandano la disciplina dell'affitto alle norme generali che lo riguardano, in quanto compatibili. In particolare, l'affittuario dell'azienda "deve esercitarla sotto la ditta che la contraddistingue" e "deve gestire l'azienda senza modificarne la destinazione, in modo da conservare l'efficienza dell'organizzazione e degli impianti e le normali dotazioni di scorte". Nel caso di affitto d'azienda, si applica anche l'art. 2112 c.c., relativo al trasferimento d'azienda, riguardante la continuità dei contratti in essere.

I soggetti coinvolti nel contratto d'affitto d'azienda sono il locatore, ossia l'imprenditore uscente o l'impresa di famiglia, e l'affittuario, ossia l'erede o una società costituita *ad hoc* dai familiari per prendere in affitto l'azienda. Nel caso di costituzione di usufrutto, invece, i soggetti agenti sono l'usufruttuario, ossia l'imprenditore o i membri familiari attivi in società, e il nudo proprietario, ossia la generazione destinata ad ereditare l'attività. In tale schema, l'imprenditore si attribuisce il diritto di godere dei frutti dell'azienda che gestisce, e dona ai figli la nuda proprietà dell'azienda, in modo che essi non debbano acquistarla attraverso le loro (spesso inesistenti) risorse finanziarie. L'usufruttuario, infatti, controlla direttamente l'azienda e la gestisce, potendo esercitare il diritto di voto in assemblea e percependone i redditi prodotti. In questa fattispecie, al termine del contratto, coincidente generalmente con la vita dell'usufruttuario, l'usufrutto si ricongiunge con la nuda proprietà; mentre per l'affitto d'azienda è frequentemente prevista una clausola che consenta all'affittuario di riscattare, a predeterminate condizioni, l'azienda fino ad allora condotta in locazione. Dunque, la differenza fondamentale tra usufrutto e affitto d'azienda è che, mentre il primo è a titolo gratuito, il secondo prevede la corresponsione di un canone di locazione da parte dell'affittuario, che serve, in genere, per remunerare i familiari non coinvolti nella gestione aziendale. Nel caso di usufrutto, è possibile prevedere per gli eredi non attivi una rendita fissa scaturente dai risultati aziendali.

Dal punto di vista fiscale, la disciplina tributaria prevede che vi sia l'obbligo di registrazione di entrambi i contratti, ai sensi dell'art. 3 DPR 16 aprile 1986, n. 131, e la deducibilità delle quote d'ammortamento per l'affittuario/usufruttuario (art. 67, co. 9, DPR 22 dicembre 1986, n. 917).

## Patto di famiglia

L'istituto del patto di famiglia è stato introdotto in Italia con l'art. 2 della legge n. 55 del 14 febbraio 2006, aggiungendo all'interno del Titolo IV del Libro II del Codice civile, il nuovo Capo V-bis (artt. da 768-bis a 768-octies)<sup>22</sup>. Il patto di famiglia, ai sensi dell'art. 758 bis, è un contratto che consente all'imprenditore di trasferire, in tutto o in parte, l'azienda, e le proprie quote, ad uno o più discendenti (figli o nipoti). La *ratio* di tale istituto consiste nell'evitare che il patrimonio del *de cuius*, comprensivo dell'azienda o delle quote della società familiare, venga trasferito ad eredi incompetenti o non interessati nella prosecuzione dell'attività, o addirittura venga scisso equamente tra gli eredi privandolo della sua unitarietà e della sua destinazione economica. Tale contratto deve essere concluso per atto pubblico e con la partecipazione del coniuge e di tutti gli eredi legittimari (art. 768 quater), necessitando quindi del consenso unanime dei membri della famiglia. Questa condizione rappresenta uno dei limiti principali per l'utilizzo di tale strumento, dal momento che potrebbe creare notevoli difficoltà e malumori tra i soggetti coinvolti nella conclusione del contratto. Tuttavia, il legislatore prevede una tutela per i legittimari non assegnatari, a patto che non vi rinuncino in tutto o in parte. Il comma 2 dell'art. 768 quater dispone che i beneficiari del trasferimento dell'azienda o delle sue quote abbiano il dovere di liquidare, in denaro o in natura, gli altri partecipanti al contratto con un corrispettivo pari al valore della quota di legittima a loro spettante. Questo aspetto configura un altro limite del patto di famiglia, ossia la necessità di disponibilità finanziarie da parte degli assegnatari per provvedere alla liquidazione.

Secondo quanto disposto dall'art. 768 septies, il patto di famiglia può essere sciolto o modificato attraverso la conclusione di un nuovo e diverso contratto tra le medesime parti che hanno stipulato il negozio originario o mediante dichiarazione di recesso, qualora fosse previsto nel patto stesso. Inoltre, il patto può essere impugnato dai partecipanti ai sensi dell'art. 1427 c.c., attraverso l'azione di annullamento, entro il termine di un anno (art. 768 quinquies).

Infine, come recita l'art. 768 quater, comma 4 c.c., è previsto che quanto ricevuto dai contraenti non possa essere soggetto ad azione di collazione o di riduzione, conferendo stabilità agli effetti scaturenti dalla conclusione del negozio. Infatti, con questa norma il legislatore vieta ai legittimari di agire in giudizio per ottenere il conferimento nell'asse ereditario di tutto ciò che i coeredi hanno ricevuto in donazione quando il *de cuius* era in vita (azione di collazione, art. 737 c.c.) e la reintegrazione della quota di legittima qualora questa fosse stata compromessa dalle disposizioni del defunto, disciplinata dall'art. 553 c.c..

---

<sup>22</sup> La legge n.55 del 14 febbraio 2006 ha anche modificato l'art. 458 del Codice Civile (divieto di patti successori). In particolare, è stata aggiunta la premessa "fatto salvo quanto disposto dagli articoli 768 bis e seguenti".

Dal punto di vista fiscale, il patto di famiglia non ha una specifica disciplina tributaria, aspetto che potrebbe comportare un disincentivo all'adozione di tale strumento. Tuttavia, è possibile ricondurre gli effetti del patto di famiglia, in particolare il trasferimento dell'azienda o delle sue quote, alla fattispecie degli atti a titolo gratuito, presupponendo la presenza di uno spirito di liberalità da parte dell'imprenditore. In virtù di ciò, il trattamento fiscale dei trasferimenti per atti a titolo gratuito è regolamentato dall'art. 58 del Tuir, secondo cui i trasferimenti di aziende *mortis causa* o per atto gratuito non costituiscono operazioni realizzative e il beneficiario dovrà applicare il principio di continuità dei valori fiscali, come per le donazioni. Parallelamente, anche il patto avente ad oggetto il trasferimento delle partecipazioni societarie non è soggetto a tassazione diretta. Infatti, ai sensi dell'art. 67, comma 1, lettera c) del Tuir, la cessione delle partecipazioni genera plusvalori tassabili soltanto qualora avvenga a titolo oneroso, ossia tramite il pagamento di un corrispettivo. Tuttavia, come prevede la lettera *h-bis*) del medesimo articolo, in caso di successiva cessione, anche parziale, delle aziende acquisite ai sensi dell'art. 58 Tuir, le plusvalenze emergenti da tali operazioni vengono assimilate a redditi diversi.

In definitiva, dunque, il patto di famiglia si configura come uno strumento molto utile nel momento in cui l'imprenditore ha ben chiaro quale dei figli gli succederà nella leadership e qualora non vi sia un elevato numero di soggetti coinvolti, a causa della necessaria unanimità per la conclusione del negozio. Tale istituto consente di ottenere il trattamento fiscale favorevole sopra descritto ed è vantaggioso in termini di costi generali in quanto prevede soltanto le spese notarili per la stesura e la registrazione del contratto. Inoltre, questo strumento è molto duttile, dal momento che vi è la possibilità di modellarlo in base alle esigenze della famiglia, inserendo clausole specifiche come, ad esempio, il diritto di recesso o la produzione degli effetti alla morte del fondatore.

## **Scissione**

L'OIC 4 definisce la scissione come la “disaggregazione del patrimonio della società scissa (o scindenda) in più parti, o quote, e nel loro trasferimento a più società, preesistenti o neocostituite (società beneficiarie o scissionarie), le cui quote di partecipazione vengono attribuite non alla società scissa (come avverrebbe in caso di conferimento) bensì ai suoi soci, proporzionalmente o non proporzionalmente alle quote di partecipazione che questi avevano nella scissa”.

Come prevede l'art. 2506 del Codice Civile, la scissione può avere due forme:



- a) *Totale*, quando una società assegna il suo intero patrimonio a due o più società beneficiarie, preesistenti o di nuova costituzione<sup>23</sup>, con assegnazione proporzionale o non proporzionale delle azioni o quote ai suoi soci, estinguendosi.
- b) *Parziale*, quando viene scorporata soltanto una parte del patrimonio della scissa, che rimane in vita, e viene trasferita ad una o più società beneficiarie, assegnando ai soci della scissa, proporzionalmente o meno, azioni o quote delle beneficiarie in cambio delle loro partecipazioni nella scissa.

Tale operazione può essere attuata in molteplici forme e combinazioni e rappresenta uno dei modi più efficaci per perseguire le seguenti finalità:

- *Ridefinizione degli assetti proprietari dell'impresa*, dal momento che è possibile orientare a proprio piacimento l'assegnazione delle quote o azioni societarie, modificando la compagine sociale. Nel caso specifico del passaggio generazionale, la soluzione potrebbe essere quella di scindere il patrimonio aziendale in unità autonome da assegnare ai singoli soci, o a ristretti gruppi di essi, in modo da scongiurare l'insorgere di conflitti a livello apicale.
- *Realizzazione di parte del patrimonio dell'impresa*, al fine di agevolare i processi di liquidazione di rami d'azienda in perdita a società beneficiarie da estinguere, o, al contrario, scorporare i settori redditizi dell'azienda, cedendoli indirettamente a terzi, mantenendo nel patrimonio della scissa le attività da liquidare.
- *Riorganizzazione o ristrutturazione* di società sotto un comune controllo: se la beneficiaria è una società preesistente del gruppo, può aumentare le proprie dimensioni, dal momento che alla disgregazione patrimoniale della scissa corrisponde un incremento patrimoniale in capo alla beneficiaria.
- *Frazionamento del rischio* attraverso lo scorporo di business non strategici, trasferendoli a società beneficiarie che potranno focalizzarsi su di essi, perseguendo una strategia di specializzazione sul core-business.
- *Segregazione patrimoniale*, qualora si optasse per uno *spin-off* immobiliare. Tale operazione consiste nella separazione del patrimonio immobiliare da quello dell'impresa, facendolo confluire nel patrimonio di una nuova società beneficiaria. In tal modo, si escludono gli immobili dai rischi connessi all'attività imprenditoriale e viene garantita agli eredi non interessati alla prosecuzione dell'attività l'assegnazione

---

<sup>23</sup> È necessario precisare che per la scissione totale deve esserci più di una società beneficiaria. Se vi fosse una sola beneficiaria, si configurerebbe la fattispecie di fusione per incorporazione, qualora la beneficiaria preesistesse; e di trasformazione della società scissa, qualora la beneficiaria fosse neocostituita.

della partecipazione nella società immobiliare, che permetterà loro di valorizzarne al meglio il patrimonio percependone i frutti.

La scissione, a differenza del conferimento, interessa direttamente anche l'economia dei soci, i quali vedono frazionarsi la loro partecipazione nella scissa, e non può essere attuata da una persona fisica ma soltanto da un soggetto giuridico.

Dal punto di vista fiscale, l'operazione in questione prevede l'applicazione di un regime di neutralità fiscale, come previsto dai commi 1, 2 e 3 dell'art. 173 del Tuir<sup>24</sup>, indotto dal legislatore al fine di favorire le operazioni di riorganizzazione societaria. Inoltre, qualora emergano plusvalori di alcuni elementi dell'attivo a seguito della maggiore valutazione economica dei complessi di beni trasferiti rispetto al valore del patrimonio netto contabile, vi è la facoltà di riallineare i valori contabili e quelli fiscali attraverso il versamento di un'imposta sostitutiva la cui aliquota varia in ragione dell'entità della differenza tra i valori contabili e il valore fiscalmente riconosciuto. Tale affrancamento è disciplinato dal comma 2 *ter* dell'art. 176 del Tuir, e riguarda i plusvalori riferibili ad immobilizzazioni materiali ed immateriali, compreso l'avviamento. L'adesione al versamento dell'imposta sostitutiva si esprime attraverso un'opzione nella dichiarazione dei redditi relativa all'esercizio in cui è stata posta in essere l'operazione o in quella del periodo d'imposta successivo. Tale imposta è "sostitutiva dell'imposta sul reddito delle persone fisiche (IRPEF), dell'imposta sul reddito delle società (IRES) e dell'imposta regionale sulle attività produttive (IRAP), e prevede il versamento di una somma pari al

- 12% per maggiori valori fino a 5 milioni di euro;
- 14% per differenze tra i 5 e i 10 milioni di euro;
- 16% sulla parte dei maggiori valori che eccede i 10 milioni di euro.

---

<sup>24</sup> Art. 173 Scissione di società.

1. La scissione totale o parziale di una società in altre preesistenti o di nuova costituzione non dà luogo a realizzo né a distribuzione di plusvalenze e minusvalenze dei beni della società scissa, comprese quelle relative alle rimanenze e al valore di avviamento.

2. Nella determinazione del reddito delle società partecipanti alla scissione non si tiene conto dell'avanzo o del disavanzo conseguenti al rapporto di cambio delle azioni o quote ovvero all'annullamento di azioni o quote a norma dell'articolo 2506 *ter* del codice civile. In quest'ultima ipotesi i maggiori valori iscritti per effetto dell'eventuale imputazione del disavanzo riferibile all'annullamento o al concambio di una partecipazione, con riferimento ad elementi patrimoniali della società scissa, non sono imponibili nei confronti della beneficiaria. Tuttavia, i beni ricevuti sono valutati fiscalmente in base all'ultimo valore riconosciuto ai fini delle imposte sui redditi, facendo risultare da apposito prospetto di riconciliazione della dichiarazione dei redditi, i dati esposti in bilancio ed i valori fiscalmente riconosciuti.

3. Il cambio delle partecipazioni originarie non costituisce né realizzo né distribuzione di plusvalenze o di minusvalenze né conseguimento di ricavi per i soci della società scissa, fatta salva l'applicazione, in caso di conguaglio, dell'articolo 47, comma 7, e, ricorrendone le condizioni, degli articoli 58 e 87.

Infine, per quanto riguarda il valore fiscalmente riconosciuto ai fini dell'ammortamento, i plusvalori affrancati con l'imposta sostitutiva si considerano riconosciuti a partire dal periodo d'imposta nel corso del quale è esercitata l'opzione.

La scissione, dunque, non rappresenta una fattispecie generatrice di materia imponibile per il soggetto che la pone in essere, in quanto rientra nella categoria delle operazioni straordinarie, individuate dal legislatore come strumenti di razionalizzazione e ristrutturazione dell'impresa e, pertanto, soggette al principio della neutralità fiscale.

Tale operazione, tuttavia, in ragione della complessità e dell'opacità dei fini che talvolta la contraddistinguono, potrebbe configurare una fattispecie di abuso del diritto, in quanto rientra nelle operazioni sospette elencate nel terzo comma dell'art. 37 *bis* del D.P.R. 600/1973.<sup>25</sup>

L'art. 10 *bis* della legge 27 luglio 2000, n. 212 disciplina la fattispecie dell'abuso del diritto o elusione fiscale, disponendo che “configurano abuso del diritto una o più operazioni prive di sostanza economica che, pur nel rispetto formale delle norme fiscali, realizzano essenzialmente vantaggi fiscali indebiti”. Con la formula “operazioni prive di sostanza economica” il legislatore intende tutti quei fatti posti in essere in modo non coerente, non lineare rispetto al fine perseguito e non conforme a normali logiche di mercato. I vantaggi fiscali conseguiti sono considerati indebiti quando vengono “realizzati in contrasto con le finalità delle norme fiscali o con i principi dell'ordinamento tributario”. Il legislatore, tuttavia, consente di attuare operazioni con finalità organizzative o gestionali, volte al miglioramento strutturale o funzionale dell'impresa, qualora siano giustificate da valide ragioni extrafiscali (art. 10 *bis*, co. 3, L. 212/2000). Un tipico caso di operazione considerata elusiva dall'Amministrazione

---

<sup>25</sup> Articolo 37 bis: Disposizioni antielusive.

1. Sono inopponibili all'amministrazione finanziaria gli atti, i fatti e i negozi, anche collegati tra loro, privi di valide ragioni economiche, diretti ad aggirare obblighi o divieti previsti dall'ordinamento tributario e ad ottenere riduzioni di imposte o rimborsi, altrimenti indebiti.

2. L'amministrazione finanziaria disconosce i vantaggi tributari conseguiti mediante gli atti, i fatti e i negozi di cui al comma 1, applicando le imposte determinate in base alle disposizioni eluse, al netto delle imposte dovute per effetto del comportamento inopponibile all'amministrazione.

3. Le disposizioni dei commi 1 e 2 si applicano a condizione che, nell'ambito del comportamento di cui al comma 2, siano utilizzate una o più delle seguenti operazioni:

a) trasformazioni, fusioni, scissioni, liquidazioni volontarie e distribuzioni ai soci di somme prelevate da voci del patrimonio netto diverse da quelle formate con utili;

b) conferimenti in società, nonché negozi aventi ad oggetto il trasferimento o il godimento di aziende;

c) cessioni di crediti;

d) cessioni di eccedenze d'imposta;

e) operazioni di cui al decreto legislativo 30 dicembre 1992, n. 544, recante disposizioni per l'adeguamento alle direttive comunitarie relative al regime fiscale di fusioni, scissioni, conferimenti d'attivo e scambi di azioni, nonché il trasferimento della residenza fiscale all'estero da parte di una società;

f) operazioni, da chiunque effettuate, incluse le valutazioni e le classificazioni di bilancio, aventi ad oggetto i beni e i rapporti di cui all'articolo 81, comma 1, lettere da c) a c *quinquies*), del testo unico delle imposte sui redditi, approvato con decreto del Presidente della Repubblica 22 dicembre 1986, n. 917

f bis) cessioni di beni e prestazioni di servizi effettuate tra i soggetti ammessi al regime della tassazione di gruppo di cui all'articolo 117 del testo unico delle imposte sui redditi.

f ter) pagamenti di interessi e canoni di cui all'art. 26 quater, qualora detti pagamenti siano effettuati a soggetti controllati direttamente o indirettamente da uno o più soggetti non residenti in uno Stato dell'Unione europea.

Finanziaria nel contesto del ricambio generazionale è rappresentato dalla scissione parziale non proporzionale a favore di una nuova società con conseguente donazione delle partecipazioni della beneficiaria agli eredi. In questo caso, si verrebbe a creare una società “contenitore” dei beni (tipicamente immobili) da destinare agli eredi, con l’unico fine di aggirare la tassazione dei plusvalori che si genererebbero in caso di estromissione di tali beni dall’impresa, ricadendo pienamente nella fattispecie di abuso del diritto. L’operazione più coerente e lineare con l’obiettivo di separazione dei beni immobili dal patrimonio dell’impresa, infatti, sarebbe quella di estromissione di questi ultimi dal patrimonio aziendale, la quale, però, creerebbe i presupposti per la tassazione dei plusvalori emergenti ai sensi dell’art. 86 del Tuir.

Il vantaggio fiscale conseguito mediante le operazioni di scissione, pertanto, non è sempre considerato indebito: qualora vi siano valide ragioni economiche, come la progettualità della continuazione dell’attività d’impresa ed il suo sviluppo anche in un più ampio interesse della collettività, allora la scissione ed il regime di neutralità fiscale che ne scaturisce sono ampiamente giustificati (si veda, ad esempio, la risposta all’interpello n. 343/2019).

### **Conferimento d’azienda**

Un’altra operazione che rientra nel novero delle operazioni straordinarie volte a favorire la riorganizzazione aziendale è il conferimento d’azienda.

Con il termine conferimento d’azienda si intende l’operazione con cui un’azienda (o un ramo di essa) viene conferita da una persona fisica o giuridica (conferente) ad una società (conferitaria) giuridicamente distinta dal conferente, già esistente o di nuova costituzione. Tale operazione rappresenta una fattispecie riconducibile alla categoria dei conferimenti in natura e si realizza con il trasferimento del diritto (di proprietà) sull’azienda alla società conferitaria o nella costituzione, in favore di quest’ultima, di un diritto di godimento. Il conferimento, dunque, trasferisce la proprietà dell’azienda al soggetto conferitario, che ne assume *ex lege* la titolarità e subentra in tutti i rapporti giuridici in essere relativi all’azienda ceduta.

L’oggetto dell’operazione non è un singolo elemento del patrimonio aziendale o una mera pluralità di beni, bensì un’azienda, ossia quel complesso di beni organizzato dall’imprenditore per l’esercizio dell’attività d’impresa.

Dal punto di vista civilistico, il legislatore non definisce chiaramente il conferimento d’azienda, né lo disciplina in maniera organica, ma assimila la fattispecie in questione al conferimento di beni in natura e rimanda alle relative norme (art. 2254 c.c., artt. 2342 e seguenti, artt. 2464 e 2465 c.c.). Il conferimento può avere per oggetto anche una parte dell’azienda, un suo ramo, a patto che “i beni mancanti non siano tali da alterare l’unità economica e funzionale del complesso aziendale [...] poiché è necessario che essi, per le loro caratteristiche ed il loro

collegamento funzionale, rendano possibile lo svolgimento di una specifica impresa” (Cass. 21.10.95 n. 10993).

Per quanto riguarda il profilo soggettivo dell’operazione, mentre il conferitario non può che essere una società, il soggetto conferente può essere:

- un'altra società;
- un ente commerciale, un’associazione, una fondazione;
- una persona fisica titolare di un’azienda individuale o di più aziende.

Nel momento in cui si perfeziona l’atto di conferimento, in sede di costituzione della nuova società piuttosto che di aumento del capitale sociale, la società conferitaria non corrisponde un corrispettivo in denaro (come nella cessione di azienda), ma concambia il conferente con un determinato ammontare di proprie azioni o quote, integralmente liberate al momento della sottoscrizione (art. 2254 e 2255 c.c.).

Attraverso tale operazione, a differenza della scissione, il patrimonio del soggetto conferente (persona fisica o società) non viene suddiviso ed assegnato a più beneficiari, frazionando le partecipazioni dei soci, ma muta soltanto qualitativamente. Le finalità perseguite attraverso il conferimento d’azienda sono molteplici, come ad esempio:

- apportare beni anziché liquidità in società;
- convenienza fiscale in termini di risparmio d’imposta;
- rafforzamento compagine sociale attraverso l’ingresso di nuovi soci;
- ridefinizione del perimetro delle attività, sia integrando attività sinergiche sia enucleando attività meno profittevoli (con l’intenzione di cederle poi);
- intenzione di far assumere alla conferente il titolo di holding delle società operative scorporate;
- segregazione patrimoniale, separando le attività immobiliari dal rischio d’impresa;
- riduzione delle dimensioni aziendali e della complessità organizzativa;
- diversificazione degli investimenti.

L’operazione di conferimento è molto simile alla cessione in termini di scopo, ma presenta un differente trattamento fiscale.

La cessione è disciplinata fiscalmente dall’art. 9 del Tuir, ai sensi del quale “Ai fini delle imposte sui redditi le disposizioni relative alle cessioni a titolo oneroso valgono anche [...] per i conferimenti in società”. Tale norma prevede che, dal punto di vista fiscale, i conferimenti in società siano assimilati a cessioni a titolo oneroso. Tuttavia, è opportuno distinguere tra conferimenti “realizzativi” e “neutrali”: i primi si perfezionano mediante il pagamento di un corrispettivo, mentre i secondi con uno scambio di beni (partecipazioni al capitale della conferitaria). Pertanto, le cessioni sono operazioni realizzative che fanno emergere materia

imponibile e prevedono la tassazione delle plusvalenze insite nei beni conferiti; invece i conferimenti, in particolare quello d'azienda, che mantiene latenti le plusvalenze potenzialmente tassabili, è soggetto al regime di neutralità, poiché non prevede una monetizzazione ma un concambio.

Per determinare l'entità della plusvalenza, è necessario attribuire un valore alle partecipazioni ricevute e sottrarre a tale valore il costo fiscalmente riconosciuto del bene conferito. Le partecipazioni che il conferente riceve in cambio sono valorizzate in modo differente a seconda del fatto che la conferitaria sia quotata o meno: nel primo caso, il valore normale delle partecipazioni è determinato in base alla media aritmetica delle quotazioni dell'ultimo mese; nel secondo, invece, si assume che il valore normale delle partecipazioni ricevute sia pari al valore normale dei beni conferiti (la plusvalenza risulterà dalla differenza tra il valore normale e il valore fiscale di beni conferiti).

Il trattamento fiscale riservato al conferimento d'azienda<sup>26</sup> è quello della neutralità previsto dal legislatore anche per le operazioni straordinarie di fusione e scissione e disciplinato dall'art. 176 del Tuir. Dunque, le plus/minusvalenze evidenziate, così come per le fusioni e le scissioni, non costituiscono materia imponibile. Ciò è giustificato dal fatto che tali operazioni (conferimento, fusione e scissione) non sono considerate realizzative dal momento che sono poste in essere al fine di riorganizzare e mutare qualitativamente il patrimonio del conferente, che sostituisce l'azienda con una partecipazione, creando un vincolo di capitale tra sé e la conferitaria. Il sopra citato art. 176 Tuir, al primo comma, impone che “i conferimenti di aziende effettuati tra soggetti residenti nel territorio dello Stato nell'esercizio di imprese commerciali, non costituiscono realizzo di plusvalenze o minusvalenze”<sup>27</sup>.

Tale regola, però, è subordinata all'adesione da parte del soggetto conferente al principio di continuità dei valori fiscali, a prescindere dalle scelte contabili di ognuno. Infatti, da una parte, il conferente “deve assumere, quale valore delle partecipazioni ricevute, l'ultimo valore fiscalmente riconosciuto dell'azienda conferita” (art. 176, co. 1, Tuir); dall'altra, è previsto che il conferitario subentri, ai fini fiscali, nella posizione del conferente in ordine agli elementi dell'attivo e del passivo dell'azienda stessa, facendo risultare da apposito prospetto di riconciliazione della dichiarazione dei redditi i dati esposti in bilancio e i valori fiscalmente riconosciuti. Dal punto di vista contabile, invece, entrambi i soggetti possono iscrivere a

---

<sup>26</sup> Si assume qui che il conferente sia una persona fisica o giuridica titolare di reddito d'impresa. Nel caso in cui il conferente non percepisse reddito d'impresa, i regimi fiscali applicabili sarebbero i seguenti:

- Regime fiscale del realizzo ex art. 9 Tuir;
- Regime del realizzo controllato ex art. 177 Tuir, nel caso di scambi di partecipazioni (permuta).

<sup>27</sup> Art. 176, Tuir

2. Le disposizioni di cui al comma 1 si applicano anche se il conferente o il conferitario è un soggetto non residente, qualora il conferimento abbia ad oggetto aziende situate nel territorio dello Stato.

bilancio i valori risultanti dalla perizia di stima redatta secondo l'art. 2343 c.c.<sup>28</sup>, ricadendo comunque nel regime della neutralità, senza alcun riflesso fiscale.

In questa fattispecie, la plusvalenza viene iscritta nel conto economico del conferente poiché egli attribuisce alla partecipazione ricevuta un valore maggiore a quello fiscalmente riconosciuto dell'azienda conferita, ma non è sottoposta a tassazione dal momento che viene neutralizzata attraverso una variazione in diminuzione di pari entità nella dichiarazione dei redditi. Il soggetto conferitario, invece, può iscrivere l'azienda ricevuta ad un valore superiore rispetto al valore fiscale, assumendo i valori di perizia, ma il divario tra le due classi di valori deve essere illustrato nel prospetto di riconciliazione in sede di dichiarazione dei redditi. Tali maggiori valori, dunque, non sono riconosciuti fiscalmente, pertanto alla conferitaria non è concesso di dedurre dal reddito imponibile i maggiori ammortamenti iscritti in contabilità.

L'emersione della plusvalenza avverrà nel momento in cui il conferente deciderà di cedere la partecipazione nella conferitaria a terzi o quando la conferitaria cederà l'azienda ricevuta. In quel momento, la plusvalenza sarà calcolata a partire dal valore fiscale indicato nel prospetto di riconciliazione, sottoponendo così a tassazione anche la parte di plusvalore non emerso con il conferimento d'azienda.

Inoltre, come per la scissione, anche nel conferimento d'azienda la conferitaria può optare, in sede di dichiarazione, per l'affrancamento dei maggiori valori fiscali versando l'imposta sostitutiva a scaglioni, ai sensi dell'art. 176, comma 2-ter del Tuir.

Qualora i beni rivalutati vengano alienati (ceduti) prima del quarto periodo d'imposta successivo a quello di esercizio dell'opzione, i maggiori valori liberati vengono disconosciuti, il costo fiscalmente riconosciuto deve essere ridotto dei maggiori valori assoggettati ad imposta sostitutiva e dell'eventuale maggior ammortamento dedotto, e l'imposta sostitutiva sarà scomputata dal calcolo dell'imposta ordinaria sui redditi dovuta.

---

<sup>28</sup> Art. 2342 C.C.

Chi conferisce beni in natura o crediti deve presentare la relazione giurata di un esperto designato dal tribunale nel cui circondario ha sede la società, contenente la descrizione dei beni o dei crediti conferiti, l'attestazione che il loro valore è almeno pari a quello ad essi attribuito ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale soprapprezzo e i criteri di valutazione seguiti. La relazione deve essere allegata all'atto costitutivo.

L'esperto risponde dei danni causati alla società, ai soci e ai terzi. Si applicano le disposizioni dell'articolo 64 del codice di procedura civile.

Gli amministratori devono, nel termine di centottanta giorni dalla iscrizione della società, controllare le valutazioni contenute nella relazione indicata nel primo comma e, se sussistano fondati motivi, devono procedere alla revisione della stima. Fino a quando le valutazioni non sono state controllate, le azioni corrispondenti ai conferimenti sono inalienabili e devono restare depositate presso la società.

Se risulta che il valore dei beni o dei crediti conferiti era inferiore di oltre un quinto a quello per cui avvenne il conferimento, la società deve proporzionalmente ridurre il capitale sociale, annullando le azioni che risultano scoperte. Tuttavia il socio conferente può versare la differenza in danaro o recedere dalla società; il socio recedente ha diritto alla restituzione del conferimento, qualora sia possibile in tutto o in parte in natura. L'atto costitutivo può prevedere, salvo in ogni caso quanto disposto dal quinto comma dell'articolo 2346, che per effetto dell'annullamento delle azioni disposto nel presente comma si determini una loro diversa ripartizione tra i soci.

Infine, il comma 4 dell'art. 176 Tuir afferma che le aziende acquisite attraverso conferimento in regime di neutralità fiscale “si considerano possedute dal soggetto conferitario anche per il periodo di possesso del soggetto conferente” e che le partecipazioni ricevute dal conferente “si considerano iscritte come immobilizzazioni finanziarie nei bilanci in cui risultavano iscritti i beni dell'azienda conferita”. Tale disciplina sancisce la continuità del possesso dell'azienda tra conferente e conferitario e risulta molto significativo per la possibilità di usufruire o meno di alcune agevolazioni fiscali, come ad esempio il regime di *Participation Exemption* (art. 87 Tuir)<sup>29</sup>. Anche l'Amministrazione Finanziaria si è esposta a riguardo, attraverso la Risoluzione n.227/E del 18 agosto 2009 e la Circolare n. 36/E/2004, confermando che può essere applicata la PEX alle partecipazioni ricevute in cambio ad un conferimento, qualora il soggetto conferente disponesse dell'azienda conferita da almeno dodici mesi, in quanto “la partecipazione ricevuta viene assunta con un'anzianità pari a quella attribuibile all'azienda conferita”.

Anche dal punto di vista dell'imposizione indiretta, il conferimento d'azienda presenta notevoli vantaggi: infatti, tale operazione è esclusa dall'applicazione dell'IVA, ai sensi dell'art. 2, comma 3, DPR 633/72) e sconta l'imposta di registro, ipotecaria e catastale in misura fissa, indipendentemente dal valore dei beni componenti il complesso aziendale conferito.

Per quanto riguarda, infine, gli aspetti di elusione fiscale dell'operazione di conferimento d'azienda seguita dalla cessione di partecipazioni nella conferitaria, l'Agenzia delle Entrate, con l'interpello n. 196 del 18 Giugno 2019, ha confermato l'assenza di profili di abuso in tali operazioni. In particolare, l'Agenzia delle Entrate ha negato la possibile riqualificazione in

---

<sup>29</sup> Art. 87 Tuir

1. Non concorrono alla formazione del reddito imponibile in quanto esenti nella misura del 95 per cento le plusvalenze realizzate e determinate ai sensi dell'articolo 86, commi 1, 2 e 3 relativamente ad azioni o quote di partecipazioni in società ed enti indicati nell'articolo 5, escluse le società semplici e gli enti alle stesse equiparate, e nell'articolo 73, comprese quelle non rappresentate da titoli, con i seguenti requisiti:

a) ininterrotto possesso dal primo giorno del dodicesimo mese precedente quello dell'avvenuta cessione considerando cedute per prime le azioni o quote acquisite in data più recente;

b) classificazione nella categoria delle immobilizzazioni finanziarie nel primo bilancio chiuso durante il periodo di possesso;

c) residenza fiscale della società partecipata in uno Stato o territorio di cui al decreto del Ministro dell'economia e delle finanze emanato ai sensi dell'articolo 168-bis, o, alternativamente, l'avvenuta dimostrazione, a seguito dell'esercizio dell'interpello secondo le modalità di cui al comma 5, lettera b), dell'articolo 167, che dalle partecipazioni non sia stato conseguito, sin dall'inizio del periodo di possesso, l'effetto di localizzare i redditi in Stati o territori diversi da quelli individuati nel medesimo decreto di cui all'articolo 168-bis;

d) esercizio da parte della società partecipata di un'impresa commerciale secondo la definizione di cui all'articolo 55. Senza possibilità di prova contraria si presume che questo requisito non sussista relativamente alle partecipazioni in società il cui valore del patrimonio è prevalentemente costituito da beni immobili diversi dagli immobili alla cui produzione o al cui scambio è effettivamente diretta l'attività dell'impresa, dagli impianti e dai fabbricati utilizzati direttamente nell'esercizio d'impresa. Si considerano direttamente utilizzati nell'esercizio d'impresa gli immobili concessi in locazione finanziaria e i terreni su cui la società partecipata svolge l'attività agricola.

1-bis. Le cessioni delle azioni o quote appartenenti alla categoria delle immobilizzazioni finanziarie e di quelle appartenenti alla categoria dell'attivo circolante vanno considerate separatamente con riferimento a ciascuna categoria.

2 I requisiti di cui al comma 1, lettere c) e d) devono sussistere ininterrottamente, al momento del realizzo, almeno dall'inizio del terzo periodo d'imposta anteriore al realizzo stesso. [...]



cessione d'azienda unitaria e l'abusività dell'operazione in termini di liquidazione dell'imposta di registro. Il comma 87, lett. a), dell'art. 1 della legge 27 dicembre, n. 205 (legge di bilancio 2018) ha modificato l'art. 20 T.U.R. in materia di riqualificazione degli atti soggetti ad imposta di registro. Il suddetto art. 20 dal 1° gennaio 2018 prevede che gli atti debbano essere interpretati "sulla base degli elementi desumibili dall'atto medesimo, prescindendo da quelli extra testuali e dagli atti ad esso collegati", sancendo l'irrelevanza del collegamento negoziale con altri atti. Inoltre, l'amministrazione finanziaria ritiene che l'operazione in questione non permetta al contribuente di ottenere un vantaggio fiscale indebito ai sensi dell'art. 10-bis della legge 27 luglio 2000, n. 212. Come esposto dall'Agenzia nel sopra citato interpello, l'operazione alternativa (cessione diretta d'azienda) è assoggettata ad imposta di registro in misura proporzionale, secondo quanto stabilito dall'art. 23 del DPR 26 aprile 1986, n. 131 (T.U.R.). La cessione indiretta dell'azienda (vendita totalitaria delle partecipazioni) e il conferimento di azienda o di ramo d'azienda, invece, scontano entrambe l'imposta di registro in misura fissa, ai sensi rispettivamente dell'articolo 11 e dell'art. 4, comma 1, lettera a), n. 3), Tariffa, parte prima, allegata al T.U.R. Nel caso di conferimento seguito da cessione di partecipazioni, dunque, il risparmio d'imposta dato dalla differenza tra l'imposta di registro in misura fissa, applicabile alle due operazioni, rispetto all'imposta applicata in misura proporzionale alla cessione di azienda, non configura un vantaggio fiscale indebito, dal momento che non contrasta con i principi che presiedono la tassazione proporzionale, ai fini dell'imposta di registro, delle cessioni d'azienda di cui all' art. 23 del T.U.R.

## **La holding di famiglia**

È possibile che, al fine di programmare il passaggio generazionale, il fondatore decida di conferire l'azienda in una società di nuova costituzione e donare le partecipazioni ricevute in cambio ai successori. In questo caso, dal punto di vista fiscale, non vi sarebbe l'emersione di alcuna plusvalenza dal momento che il conferimento avverrebbe in regime di neutralità ex art. 176 Tuir e la seguente donazione delle partecipazioni non sarebbe soggetta a tassazione. In termini di imposizione indiretta, l'imposta di registro viene applicata in misura fissa ed è possibile beneficiare dell'esenzione dall'imposta sulle successioni e sulle donazioni, prevista dall'art. 3, comma 4-ter, D.lgs. n. 346/1990. Tale beneficio, come esposto precedentemente, è fruibile soltanto qualora i familiari dichiarino, in sede di atto di donazione, l'intenzione di proseguire l'attività d'impresa o mantenerne il controllo per almeno 5 anni dal momento del trasferimento.

Oppure, è possibile che il fondatore conferisca le proprie partecipazioni al capitale dell'azienda di famiglia (operativa) ad una società di nuova costituzione e, successivamente, doni le

partecipazioni ricevute in cambio ai potenziali eredi. In questa fattispecie, in particolare, la società di nuova costituzione viene creata per contenere le partecipazioni nell'azienda operativa e in ragione di ciò si configura come holding. Quest'ultima è partecipata dall'imprenditore stesso e dai membri della famiglia interessati nella prosecuzione dell'attività imprenditoriale, oppure soltanto dall'imprenditore il quale costituisce sulle quote il diritto di usufrutto e dona la nuda proprietà delle stesse ai successori. Attraverso l'attribuzione della nuda proprietà ai figli, l'imprenditore (usufruttuario) conserva i diritti gestori sull'azienda e ottiene un risparmio d'imposta dovuto alla base imponibile inferiore rispetto a quella che si avrebbe con la donazione dell'intera proprietà. Inoltre, il valore delle quote o azioni è stabilito sulla base del patrimonio netto contabile della partecipata e non del suo valore corrente.

Le holding sono società di vertice che esercitano un'attività di direzione e controllo verso le imprese, generalmente operative, di cui detengono le partecipazioni. Il concetto di controllo è espresso dall'art. 2359 c.c., secondo cui sono considerate società controllate:

- 1) le società in cui un'altra società dispone della maggioranza dei voti esercitabili nell'assemblea ordinaria (maggioranza assoluta che costituisce il controllo diretto di diritto);
- 2) le società in cui un'altra società dispone di voti sufficienti per esercitare un'influenza dominante nell'assemblea ordinaria (maggioranza relativa);
- 3) le società che sono sotto influenza dominante di un'altra società in virtù di particolari vincoli contrattuali con essa.

Le holding, dunque, sono società (di persone o di capitali) al vertice di un gruppo il cui perimetro è definito ai sensi dell'art. 2359 c.c. Esse vengono classificate in ragione della loro attività in:

- holding **pure o finanziarie**, quando la loro unica funzione è quella di coordinamento tecnico-finanziario delle società controllate;
- holding **miste**, quando nei confronti delle partecipate viene esercitata una funzione imprenditoriale e di indirizzo strategico nell'ottica di una politica aziendale unitaria.

In particolare, la holding di famiglia si caratterizza per la presenza di una compagine societaria interamente composta dai membri della stessa famiglia o del ramo familiare. In questo modo, il controllo è concentrato nelle mani del/i fondatore/i del fondatore, che conferisce nella holding le proprie partecipazioni nelle aziende operative (*subsidiary*), e degli eredi, che acquisiscono (in genere attraverso donazione) le quote del capitale della holding. I dati forniti dalle ricerche dell'Osservatorio AUB sulle 2.672 aziende familiari con fatturato superiore a 50 milioni di euro evidenziano un'importante presenza delle holding nei sistemi di governance. Infatti, circa la metà (49%) delle aziende considerate ha almeno una holding di controllo al vertice. Tuttavia,

la presenza di holding nella catena partecipativa rende più complessa la struttura del gruppo, aumentando in modo non trascurabile i costi di gestione: infatti, quasi l'80% delle aziende è controllato da un solo livello di holding.

Attraverso tale strumento giuridico, è possibile per la famiglia perseguire diverse finalità.

In primo luogo, i familiari possono segregare il patrimonio familiare, riparandolo da eventuali aggressioni di creditori e, più in generale, da contrasti familiari interni, che verrebbero risolti a livello di holding, senza inficiare le performance delle operative.

La holding di famiglia potrebbe rispondere anche ad esigenze di ordine finanziario, nel caso in cui, ad esempio, le varie società operative necessitassero di liquidità in quantità e tempistiche diverse. In questo caso, attraverso l'implementazione di un sistema di *cash pooling*, la holding potrebbe assumere la veste di "tesoriere" accentrando la liquidità del gruppo su di sé ed iniettandola nell'operativa ogniqualvolta che questa ne abbia bisogno, evitando così di ricorrere al credito bancario. La presenza di una holding alla guida di un gruppo, inoltre, consente di avere una maggiore credibilità agli occhi del sistema finanziario, in virtù delle maggiori garanzie di solvibilità e stabilità.

Un'altra finalità perseguita dalla holding familiare è quella della gestione del passaggio generazionale. Tale strumento potrebbe configurarsi come una valida soluzione dal momento che permette ai membri della famiglia di definire i ruoli, compatibilmente alle specifiche attitudini di ognuno, riducendo al minimo le conflittualità familiari e separando gli interessi di coloro che si interessano soltanto ai dividendi, da quelli di quanti siano realmente interessati, desiderosi e pronti per partecipare attivamente alla gestione dell'impresa. La holding di famiglia, dunque, diviene un contenitore di interessi economici, volto a contemperare le istanze dei soci familiari che solitamente generano tensioni nella governance delle operative, compromettendone spesso le performance. Dal momento che tale strumento sottrae le istanze e le tensioni personali alle società operative, a sua volta richiede la presenza di regole e procedure di comunicazione e decisionali definite. Tuttavia, qualora funga soltanto da scatola contenente le istanze dei familiari volta a dirimerne i contrasti, la holding si rivelerebbe inefficiente e addirittura controproducente, poiché replicherebbe le tensioni.

Infine, la holding è anche un vantaggioso strumento di pianificazione tributaria poiché consente di sfruttare alcuni regimi di tassazione agevolativi quale quello della *Participation Exemption* (art. 87 Tuir), e di ottimizzare la distribuzione degli utili, minimizzandone il prelievo fiscale.

Come è stato precedentemente descritto, la PEX consente di escludere dall'imposizione il 95% del valore della plusvalenza generata dalla cessione di partecipazioni, come quelle che avvengono, ad esempio, tra società controllate e holding.

Il legislatore prevede tale regime di tassazione agevolata con l'intenzione di coordinare la tassazione delle società, evitando la doppia imposizione sulla medesima capacità economica.

L'articolo in questione, al comma quinto, disciplina fiscalmente il caso specifico della holding, prevedendo che “per le partecipazioni in società la cui attività consiste in via esclusiva o prevalente nell'assunzione di partecipazioni, i requisiti di cui alle lettere c) e d) del comma 1 si riferiscono alle società indirettamente partecipate e si verificano quando tali requisiti sussistono nei confronti delle partecipate che rappresentano la maggior parte del valore del patrimonio sociale della partecipante”. In questa fattispecie, in particolare, i due requisiti oggettivi di residenza fiscale e di esercizio da parte della partecipata di un'impresa commerciale devono essere rispettati dalle società operative controllate.

Nello schema della holding di famiglia, quest'ultima è soggetta ad imposizione IRES con aliquota del 24% sui redditi prodotti (soltanto sul 5% dei redditi prodotti, qualora rispettino i requisiti del regime PEX), mentre i soci al 26% attraverso una ritenuta a titolo d'imposta.

## **2.4 Ruolo dei professionisti nel passaggio generazionale**

Nel delicato processo del passaggio generazionale, come abbiamo visto, sono coinvolti molti attori, sia interni sia esterni alla famiglia, che ne influenzano le dinamiche. Un ruolo cruciale in questo complesso momento è rivestito dai consulenti esterni, in quanto essi rappresentano l'anello di congiunzione tra la generazione uscente e quella entrante e possono così fungere da catalizzatore per la riuscita del passaggio del testimone. La poliedricità del passaggio generazionale richiede alla famiglia di mettere in campo una eterogeneità di competenze che difficilmente può trovarsi all'interno del nucleo familiare. Per questo motivo, quello della successione rappresenta uno dei momenti che maggiormente richiedono il ricorso a figure esterne, capaci di apportare le competenze necessarie per affrontare in modo efficace tutte le criticità del processo. Il professionista esterno, infatti, si configura come una sorta di mediatore tra le istanze della famiglia e le esigenze dell'impresa, dovendo sempre tenere in considerazione sia l'aspetto aziendalistico ed organizzativo, sia la sfera emotiva. Se, da un lato, le relazioni familiari rappresentano la base del vantaggio competitivo di molte *family firms*, dall'altro, esse richiedono una sapiente gestione, per non trasformarsi in un limite. Il consulente, dunque, deve essere in grado di affrontare con competenza ed imparzialità sia le questioni prettamente tecniche, afferenti all'ambito societario, finanziario, fiscale, legale, sia, e soprattutto, quelle relative al coinvolgimento psicologico e alle relazioni personali, inevitabilmente presenti all'interno delle imprese familiari. Le capacità tecniche sono sicuramente una condizione necessaria per affrontare le tematiche poste in essere dal passaggio generazionale, ma

certamente non sono sufficienti per soddisfare le peculiari esigenze dell'impresa familiare. La necessità di adottare un approccio multidisciplinare fa emergere l'esigenza di rivolgersi ad un team pluri-competente ed integrato, che possa affrontare in maniera adeguata tutte le questioni e fornire soluzioni esaustive e coerenti.

Tuttavia, nelle imprese familiari molto spesso il ruolo del consulente è rivestito dall'unica figura del dottore commercialista, il quale ha con l'impresa, anzi, con la famiglia, un rapporto di fiducia pluriennale. La ragione di ciò risiede nel fatto che il consulente, forte del rapporto privilegiato con l'impresa familiare, conosce profondamente le dinamiche interne e può immedesimarsi nelle vicende aziendali per coniugare al meglio le esigenze economiche dell'impresa e quelle emotive. Inoltre, egli potrebbe captare in anticipo problemi presenti all'interno dell'azienda ed intervenire per agevolare, ad esempio, la comunicazione tra le diverse generazioni o rivolgersi ad altre professionalità per collaborarvi e risolvere i conflitti. Come emerge dallo studio di Cesaroni e Sentuti (2014) sul ruolo del dottore commercialista nella gestione del passaggio generazionale, il 71% degli imprenditori intervistati si rivolge al proprio commercialista di fiducia in occasione del passaggio generazionale piuttosto che ad un professionista nuovo, il quale necessiterebbe di un ampio periodo di conoscenza per formulare soluzioni adeguate e pertinenti. Secondo gli imprenditori intervistati, inoltre, la figura del dottore commercialista appare come la più idonea ad affrontare le tematiche tecniche relative al passaggio generazionale, mentre per quanto riguarda quelle "soft" le loro aspettative vengono deluse. Infatti, la capacità maggiormente apprezzata e ricercata dagli imprenditori, in relazione al ruolo del commercialista cui si rivolgono, è quella di sapersi immedesimare nella realtà familiare e vestire i panni dello stesso fondatore, entrando in empatia con lui e comprendendo il suo punto di vista. Tale competenza, al contrario, non è una delle principali dal punto di vista dei professionisti intervistati, i quali credono che il *plus* del loro servizio sia dato principalmente dall'applicazione delle competenze "hard". È possibile notare, dunque, come le aspettative delle due parti siano talvolta disallineate, rendendo così necessaria l'integrazione delle competenze del commercialista con quelle di altre figure professionali, in modo da supportare l'impresa a 360°. Per giungere a risultati soddisfacenti per entrambe le parti, è altresì necessario che alla competenza tecnica e ad una maggiore sensibilità alla sfera emotiva del consulente corrisponda un atteggiamento di apertura da parte dell'imprenditore, il quale deve lasciare il giusto spazio di manovra al professionista.

Come accennato precedentemente, il consulente può fungere da anello di congiunzione tra la generazione uscente e quella entrante, intervenendo su alcuni dei punti critici per il processo di passaggio generazionale. In particolare, egli, partendo dall'analisi dell'azienda e del contesto competitivo nel quale questa si colloca e consapevole delle particolari dinamiche presenti

all'interno del contesto imprenditoriale, dovrebbe fornire la soluzione più adatta a quello specifico sistema impresa-famiglia. Per fare ciò, dunque, il consulente deve bilanciare sapientemente competenze *hard* e *soft*, integrando queste ultime dall'esterno o da colleghi appartenenti alla stessa associazione qualora egli non ne fosse in possesso. Le soluzioni proposte dal professionista potrebbero essere poco invasive, come, ad esempio, la stesura di piani strategici di riorganizzazione e razionalizzazione interna, fino ad arrivare a soluzioni che prevedono l'inserimento di figure esterne (*temporary manager*) che affianchino il potenziale successore nel periodo di transizione oppure il ricorso alla finanza straordinaria.

La soluzione del *temporary management* viene presa in considerazione da professionisti ed imprenditori soltanto da qualche anno. Il *temporary manager* è una figura professionale altamente competente con esperienza internazionale, chiamato a gestire le fasi critiche dell'impresa ad accompagnare nella formazione il management della stessa. In particolare, nel caso delle imprese familiari alle prese con il processo di passaggio generazionale, tale figura si occupa di affiancare la generazione entrante nel percorso di inserimento all'interno dell'azienda e diffondere le migliori pratiche manageriali, dotando la stessa di una struttura organizzativa razionale, solida e preparata per la direzione e lo sviluppo delle traiettorie di crescita disegnate con i piani strategici.

Come evidenzia Gubitta (2018), le aziende che ricorrono alla soluzione del *temporary manager* possono fruire di diversi vantaggi, di seguito esposti:

- Riduzione dei tempi del processo di managerializzazione, integrando le prassi di gestione tipiche dell'azienda con quelle di altre realtà apportate dai manager;
- Si innescano processi di *observational learning*, i quali, attraverso l'imitazione di chi ha già esperienza, rinforzano la propensione al cambiamento e limitano il rischio di rigetto da parte dell'organizzazione;
- L'impresa familiare diventa più competitiva sul mercato del lavoro manageriale (*employer branding*), perché i *temporary manager* diventano coach per supportare l'inserimento dei nuovi manager, aumentando l'attrattiva dell'impresa familiare per figure ad elevata professionalità o potenziale;
- Possibilità per l'imprenditore di confrontarsi con professionisti molto competenti, di mettersi in discussione ed avere una maggiore consapevolezza dei propri limiti e delle proprie potenzialità, facendosi così una più chiara e precisa idea di sé.

L'evidenza, tuttavia, dimostra che le soluzioni di inserimento di *coach* o *temporary manager* per la gestione del passaggio generazionale sono poco proposte dai professionisti ai quali gli imprenditori si rivolgono. Infatti, lo studio di Cesaroni e Sentuti (2014) riporta che il coinvolgimento di tali figure professionali viene proposto molto raramente dai consulenti

aziendali, in ragione dell'importante investimento economico che questa scelta comporta, non sempre sostenibile da parte delle imprese familiari. Di recente, però, come evidenzia Orlando in un articolo del Sole 24 Ore (2020), le richieste di profili professionali come i *temporary manager* nel trimestre 1° marzo - 30 maggio sono aumentate dell'80% rispetto al trimestre precedente, poiché, a fronte dell'emergenza Covid19, le imprese sono state costrette a trovare nuove strategie e soluzioni per pianificare la ripresa. In particolare, le maggiori richieste riguardano *temporary CFO* coinvolti in progetti legati all'ingresso di fondi di investimento nel capitale sociale dell'azienda, di operazioni di Due Diligence o IPO, di Mergers & Acquisitions, di progetti di ingegnerizzazione del business o piani di ricambio generazionale del management. Per quanto riguarda il ricorso alla finanza straordinaria, il consulente è chiamato ad utilizzare le proprie competenze tecniche, relative all'ambito societario e fiscale, di concerto spesso con un consulente finanziario. Nel momento del passaggio generazionale, qualora si adotti una soluzione che prevede operazioni straordinarie, il dottore commercialista deve fornire stime, valorizzazioni e valutazioni economiche circa, ad esempio, il valore dell'azienda, dei beni che la compongono o dei pacchetti azionari. L'intervento di un esperto è obbligatorio in caso di:

- Conferimento d'azienda in società di capitali;
- Trasformazioni di società di persone in società di capitali (progressive);
- Fusioni di società;
- Scissioni di società con attribuzione non proporzionale delle quote o azioni;
- Leveraged Buy Out.

Tali operazioni prevedono *ex lege* la stesura di una relazione di stima da parte di un esperto (dottore commercialista iscritto al registro dei revisori legali o una società di revisione iscritta nell'apposito registro) contenente differenti elementi a seconda dell'operazione posta in essere. In particolare, nel caso di conferimento d'azienda, ai sensi degli articoli 2465 (Srl) e 2343 (Spa) è necessario che il conferente presenti la relazione giurata di un esperto contenente "la descrizione dei beni o crediti conferiti, l'indicazione dei criteri di valutazione adottati e l'attestazione che il loro valore è almeno pari a quello ad essi attribuito ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale soprapprezzo" da allegare all'atto costitutivo. In caso di conferimento in SpA, l'esperto viene designato dal tribunale nel cui circondario ha sede la società e deve rispondere dei danni causati alla società, ai soci e ai terzi. Si applicano le disposizioni dell'articolo 64 del codice di procedura civile, che prevede che al consulente tecnico si applichino le disposizioni del codice penale relative ai periti.

In caso di trasformazione di società di persone in società di capitali, la ratio dominante è quella di tutela dei terzi, pertanto, come riportato dal comma 2 dell'art. 2500-ter, è necessaria la determinazione del capitale sociale risultante dalla trasformazione sulla base dei valori attuali

degli elementi dell'attivo e del passivo, risultante dalla relazione di stima di un esperto, ai sensi degli artt. 2343 o 2465

Per quanto riguarda le operazioni di fusione e scissione, esse richiedono un maggiore livello di tutela dei soci e dei terzi. In questi casi, infatti, è necessaria ai sensi dell'art. 2501-sexies, una relazione sulla congruità del rapporto di cambio delle azioni o delle quote, che indichi:

- a) il metodo o i metodi seguiti per la determinazione del rapporto di cambio proposto e i valori risultanti dall'applicazione di ciascuno di essi;
- b) le eventuali difficoltà di valutazione.

La relazione deve contenere, inoltre, un parere sull'adeguatezza del metodo o dei metodi seguiti per la determinazione del rapporto di cambio e sull'importanza relativa attribuita a ciascuno di essi nella determinazione del valore adottato. L'esperto o gli esperti sono scelti tra i soggetti iscritti al registro dei revisori contabili, mentre se la società incorporante o la società risultante dalla fusione è una società per azioni o in accomandita per azioni, sono designati dal tribunale del luogo in cui ha sede la società. Se la società è quotata in mercati regolamentati, l'esperto è scelto fra le società di revisione sottoposte alla vigilanza della Commissione Nazionale per le Società e la Borsa.

Tali disposizioni sono previste per la fusione ma si applicano anche alla fattispecie della scissione (art. 2506 ter), eccetto qualora questa avvenga mediante la costituzione di una o più nuove società e preveda una distribuzione delle quote o azioni con criterio proporzionale, dove detta relazione non è richiesta.

Infine, in merito alle operazioni di Leveraged Buy Out (LBO) la figura del professionista esterno deve necessariamente essere accompagnata nelle varie fasi dell'operazione da quella del consulente finanziario, in modo da dotare l'impresa familiare delle giuste competenze per affrontare una così complessa tecnica di acquisizione del controllo. Gli aspetti principali delle operazioni di LBO saranno analizzati nel capitolo successivo, ponendo l'attenzione sulle criticità che tale strategia comporta nel contesto del passaggio generazionale.



### **3 LE OPERAZIONI DI LEVERAGED BUY OUT**

Il Leveraged Buy Out è una operazione straordinaria di ristrutturazione aziendale che prevede l'acquisizione di aziende attraverso indebitamento, che, una volta perfezionata l'acquisizione, è destinato a venire rimborsato attraverso i mezzi generati dalla società acquisita.

Tale operazione è complessa sia dal punto di vista operativo/strutturale (costituzione di una nuova società, ricorso a finanziamenti, successiva fusione, profili fiscali, etc.) sia da quello dei soggetti coinvolti, prevedendo l'azione sinergica delle società coinvolte e dei professionisti esterni (commercialisti, banche).

In questo capitolo verranno analizzate le caratteristiche delle operazioni di LBO, ponendo particolare attenzione agli aspetti finanziari e fiscali in merito.

Si analizzerà, poi, il ricorso a tale operazione nel contesto del passaggio generazionale, nella variante del Family Buy Out (FBO), studiando l'impatto che hanno la teoria dell'agenzia e la presenza dei consulenti esterni nella definizione della strategia.

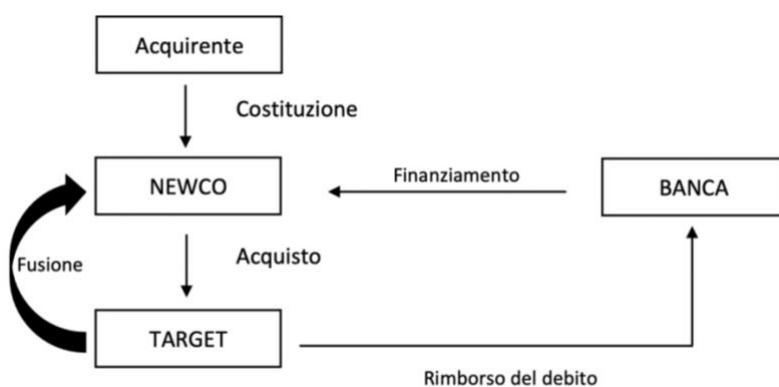
#### **3.1 Struttura delle operazioni di LBO**

Il Leveraged Buy Out, o fusione a seguito di acquisizione con indebitamento, è un'operazione di finanza strutturata che si colloca nella più ampia categoria delle operazioni di Mergers & Acquisition. Tale operazione coinvolge tre soggetti: la società acquirente, la società bersaglio e un finanziatore, che in genere si identifica con una banca. Lo schema tradizionale del LBO prevede che la società o il gruppo di investitori che vuole acquisire il controllo della società target costituisca appositamente una società (cd. Società veicolo o Newco) che si rivolgerà poi ad un finanziatore per ottenere un prestito con cui acquistare le azioni della società target, che saranno girate in pegno a garanzia del finanziamento. Successivamente, la società target delibera la fusione per incorporazione nella Newco (incorporante), che fornirà in pegno al finanziatore le azioni o quote dell'incorporata e sarà in grado di onorare il debito contratto attraverso i flussi di cassa prodotti da quest'ultima.

Figura 7: schema operazione di LBO<sup>30</sup>

---

<sup>30</sup> Fonte: elaborazione personale



In Italia, oltre alla cultura imprenditoriale radicata nel Paese, ciò che frenava la diffusione del Leveraged Buy Out era l'assenza di una normativa specifica per questa fattispecie, che rendeva opaca e contrastante la posizione della dottrina circa l'ammissibilità o meno dell'operazione. Infatti, una parte della dottrina riteneva illecite le operazioni di LBO in quanto erano in contrasto con il divieto di assistenza finanziaria sancito dall'art. 2358 c.c., ai sensi del quale "la società non può accordare prestiti né fornire garanzie per l'acquisto o la sottoscrizione di azioni proprie. La società non può neppure tramite società fiduciaria o per interposta persona accettare azioni proprie in garanzia".

A partire dal 2003, a seguito della riforma del diritto societario, il legislatore ha riconosciuto la legittimità di tali operazioni, inserendo nel Codice Civile l'art. 2501 bis, titolato "Fusione a seguito di acquisizione con indebitamento". Tale articolo si applica, ai sensi del comma 1, alle operazioni di "fusione tra società, una delle quali abbia contratto debiti per acquisire il controllo dell'altra, quando per effetto della fusione il patrimonio di quest'ultima viene a costituire garanzia generica o fonte di rimborso di detti debiti". Il legislatore, dunque, attraverso questa norma, definisce indirettamente le operazioni di Merger Leveraged Buy Out. Come disposto dai commi successivi, l'operazione risulta lecita soltanto se vengono rispettate alcune specifiche procedure e fornite particolari informazioni, soprattutto per quanto riguarda la fase di fusione per incorporazione. In particolare, è richiesto che:

- Il progetto di fusione indichi le risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della società risultante dalla fusione;
- La relazione degli amministratori contenga le ragioni che giustificano l'operazione ed un piano economico-finanziario con indicazione della fonte delle risorse finanziarie e la descrizione degli obiettivi che si intendono raggiungere;
- La relazione degli esperti attesti la ragionevolezza delle indicazioni contenute nel progetto di fusione ai sensi del precedente secondo comma;

- Venga allegata al progetto di fusione una relazione del soggetto incaricato della revisione legale dei conti dell'incorporata o dell'incorporante.

Come riporta Scotto (2010), tutti questi obblighi previsti dal legislatore hanno una funzione fondamentalmente preventiva, per evitare il sussistere di operazioni prive di reali ragioni economico-imprenditoriali. Le condizioni fissate configurano un processo più gravoso di quello ordinario, perseguendo fini di trasparenza e tutela dei creditori per evitare comportamenti distorsivi del mercato.

Inoltre, con il D.lgs n. 142 del 2008, recependo la ricezione della direttiva comunitaria 2006/68/CE, il legislatore ha modificato l'art. 2358, rendendo lecite le operazioni di assistenza finanziaria al verificarsi di determinate condizioni. Secondo la nuova formulazione, infatti, gli amministratori devono predisporre una relazione che illustri all'assemblea le ragioni e gli obiettivi imprenditoriali, lo specifico interesse per la società ed i rischi che l'operazione comporta per la liquidità e la solvibilità della stessa, indicando inoltre il prezzo al quale il terzo acquisirà le azioni.

Per quanto riguarda la struttura finanziaria, le operazioni di LBO prevedono la compresenza di capitale di rischio (*equity*) e capitale di debito (*debt*). Come emerge dalla presentazione del Dott. Avv. De Poli durante il Convegno su Circolazione di Partecipazioni e Azienda (2016), il capitale di rischio viene sottoscritto dai soggetti promotori dell'operazione (soci, intermediari finanziari, investitori istituzionali, fondi di *private equity*) e rappresenta una piccola parte del capitale complessivamente impiegato. Il capitale di debito, invece, costituisce la maggior parte del capitale impiegato nell'operazione e può essere distinto tra debito *senior* e debito *junior*. Il primo (*senior*) si identifica nel complesso dei finanziamenti a medio-lungo termine (oltre 5 anni) erogati all'impresa, è caratterizzato spesso da una clausola di rimborso privilegiata rispetto agli altri debiti ed è garantito dagli asset della target. Inoltre, è frequente che tali finanziamenti siano concessi soltanto in presenza di alcuni *covenants* finanziari, ossia obblighi, divieti o limitazioni di fare, come ad esempio, il divieto di ricorrere a nuovi debiti con garanzie più elevate o la fissazione di soglie massime alla distribuzione dei dividendi. Il debito *junior*, invece, è costituito dai prestiti non garantiti ed è subordinato al rimborso di altri debiti; può identificarsi anche con i prestiti obbligazionari ed altri strumenti finanziari ibridi.

Dal punto di vista fiscale, le operazioni di MLBO fanno emergere diversi profili che hanno creato dibattito e richiedono attenzione, come la deducibilità degli interessi passivi, il riporto delle perdite e l'elusività dell'operazione.

In particolare, la deducibilità degli interessi passivi assume un ruolo centrale nelle operazioni di Leveraged Buy Out, essendo l'intervento di un finanziatore uno degli elementi costitutivi della fattispecie. È possibile individuare due casi di LBO:

- con successiva fusione per incorporazione della *target* nella *Newco*, in cui l'onerosità complessiva del debito si “trasferisce” dal reddito imponibile della *Newco* (società veicolo) a quello della società *target* (*debt push down*);
- senza fusione, in cui gli oneri finanziari connessi all'indebitamento fanno capo alla *target* ma, in genere, vengono compensati tra *NewCo* e *Target* mediante l'opzione del consolidato fiscale, ai sensi degli articoli da 117 e ss. del Tuir.

In entrambi i casi descritti, la deducibilità degli interessi passivi è subordinata innanzitutto al requisito dell'inerenza sancito dall'art. 109, comma 5 del Tuir, secondo cui “le spese e gli altri componenti negativi diversi dagli interessi passivi, tranne gli oneri fiscali, contributivi e di utilità sociale, sono deducibili se e nella misura in cui si riferiscono ad attività o beni da cui derivano ricavi o altri proventi che concorrono a formare il reddito o che non vi concorrono in quanto esclusi [...]”. In merito si è pronunciata l'Agenzia delle Entrate, che con la Circolare 6/E del 30 marzo 2016 supera definitivamente il problema dell'inerenza affermando che i prestiti contratti dalla *Newco* sono “*funzionali all'acquisizione della target company*” e dunque, i relativi interessi passivi devono essere considerati “*inerenti e, quindi, deducibili, nel limite di quanto previsto dal citato articolo 96 nonché dalle regole relative al transfer pricing, ove applicabili*”. L'Amministrazione Finanziaria, dunque, assume una posizione favorevole alla deducibilità degli oneri finanziari relativi scaturenti dalle operazioni di LBO, spazzando via i dubbi e le obiezioni in merito.

L'articolo 96 Tuir stabilisce che gli interessi passivi e gli oneri finanziari assimilati siano integralmente deducibili in ciascun periodo d'imposta fino a concorrenza degli interessi attivi e dei proventi assimilati. Qualora vi siano interessi passivi che non trovino copertura nell'ammontare degli interessi attivi, è ammessa la deduzione nel limite del 30 % del Risultato Operativo Lordo (ROL) della gestione caratteristica. Gli interessi passivi che non possono essere dedotti a causa dell'applicazione di tale norma, sono deducibili nei successivi periodi d'imposta, qualora l'ammontare degli interessi passivi e degli oneri assimilati di competenza di tali periodi eccedenti gli interessi attivi e i proventi assimilati non sia inferiore al 30% del ROL di competenza. La quota del 30% del ROL che non sia stata utilizzata in un periodo d'imposta, in quanto capiente rispetto agli interessi passivi, può essere riportata in avanti.

Per quanto riguarda la tassazione dei redditi, le operazioni di fusione a seguito di acquisizione con indebitamento (MLBO) rientrano tra quelle di ristrutturazione e riorganizzazione aziendale, sottoposte al regime di neutralità fiscale indotto dal legislatore. Infatti, ai sensi dell'art. 172 Tuir, “la fusione tra più società non costituisce realizzo né distribuzione delle plusvalenze e minusvalenze dei beni delle società fuse o incorporate, comprese quelle relative alle rimanenze e il valore di avviamento”. In tal senso, come afferma Beghin (2018), la fusione non fa emergere

materia imponibile, in quanto equivale ad una compenetrazione tra soggetti, rimanendo i beni della società incorporata ancorati al circuito produttivo d'impresa. Dal momento che l'incorporata continua a vivere nell'incorporante, quest'ultima subentra in tutti gli obblighi e i diritti dell'incorporata, comprese le posizioni fiscali. Il principio di neutralità, infatti, declina nella continuità presso l'incorporante dei valori fiscalmente riconosciuti agli elementi del patrimonio dell'incorporata, senza essere minimamente influenzati dall'esistenza di eventuali avanzi o disavanzi. Tali poste (avanzi e disavanzi) sono differenziali di natura meramente contabile che emergono come conseguenza dell'unione dei patrimoni delle società coinvolte nell'operazione. Avanzi e disavanzi nascono nei casi in cui il patrimonio netto contabile dell'incorporata non coincida con il suo valore corrente (nella fusione "con cambio") oppure qualora il valore delle partecipazioni nell'incorporata possedute dall'incorporante non corrisponda al valore del patrimonio netto contabile della società partecipata (nella fusione "con annullamento"). Tali disallineamenti affondano le proprie radici nell'esistenza di plusvalori latenti rispetto al valore del patrimonio al momento della fusione (disavanzo) o nel fatto che il patrimonio netto reale dell'incorporata sia inferiore al suo valore di libro (avanzo). La presenza di queste poste, dunque, non influenza il trattamento fiscale dell'operazione in quanto:

- in caso di disavanzo da concambio, questo può essere imputato ad incremento dei valori contabili dei beni dell'incorporata (come "riconoscimento" delle plusvalenze latenti), senza originare tassazione per i soci dell'incorporata, o registrare avviamento. Il disallineamento tra i valori di libro e i valori fiscalmente riconosciuti *ante* fusione può essere eliminato attraverso l'affrancamento dei valori, con il versamento dell'imposta sostitutiva;
- in caso di disavanzo da annullamento, è possibile utilizzarlo per aumentare il valore contabile dei beni provenienti dall'incorporata, registrare avviamento, o iscrivere in conto economico una perdita (fiscalmente indeducibile);
- in caso di avanzo da concambio, viene costituita a patrimonio netto dell'incorporante una riserva sovrapprezzo in sospensione d'imposta, che verrà tassata nel momento della distribuzione ai soci;
- in caso di avanzo da annullamento, viene costituita una riserva a patrimonio netto dell'incorporante, oppure viene utilizzato a riduzione del valore contabile delle attività o ad incremento delle passività dell'incorporata, oppure a fondo rischi in caso di previsione di perdite future.

Un'altra questione dibattuta circa le operazioni di MLBO è quella del riporto delle perdite, disciplinato dall'art. 172, comma 7 del Tuir. Come sottolinea Beghin (2018), il legislatore, attraverso tale norma, prevede la presenza di due condizioni per la riportabilità delle perdite,

una riferita all'*an* e una al *quantum*. La prima (*an*) riguarda la vitalità economica dell'impresa incorporata, che sussiste qualora l'ammontare dei ricavi e delle spese per il personale dipendente risultante dall'ultimo conto economico sia superiore al 40% di quello risultante dalla media degli ultimi due esercizi precedenti. La seconda (*quantum*), verificabile soltanto qualora sia stato superato il test di vitalità, dispone che le perdite non possono eccedere il patrimonio netto della società incorporata, calcolato senza tener conto dei versamenti e dei conferimenti effettuati negli ultimi 24 mesi anteriori la data dell'operazione. Tali disposizioni, dunque, sono limitative e hanno evidentemente una funzione antielusiva, essendo finalizzate ad evitare che vengano poste in essere operazioni al solo fine di abbattere il reddito dell'incorporante, beneficiando delle perdite fiscali esistenti in capo all'incorporata.

Nel caso specifico delle operazioni di LBO, tuttavia, il requisito della vitalità economica potrebbe non essere superato dalla newco, a causa delle perdite fiscali dovute agli ingenti oneri finanziari relativi al debito contratto, e quello patrimoniale non essere rispettato, in quanto il patrimonio netto risulta costituito dai conferimenti eseguiti in sede di costituzione, e quindi sicuramente non nei 24 mesi precedenti l'operazione.

A tale proposito è intervenuta l'Amministrazione Finanziaria attraverso la Circolare 6/E del 30 marzo 2016, chiarendo che la società incorporante può legittimamente dedurre le eccedenze di perdite fiscali e di interessi passivi indeducibili qualora tali componenti negative *“siano esclusivamente quelle relative ai finanziamenti ottenuti dalla società veicolo per porre in essere un'operazione di acquisizione con indebitamento”*. Inoltre, l'Agenzia osserva che il requisito patrimoniale è soddisfatto dalla newco in quanto *“i conferimenti iniziali in favore della società veicolo possono considerarsi “fisiologici” nell'ambito della realizzazione di un'operazione di MLBO e, pertanto, non rivolti a consentire un pieno, quanto artificioso, recupero delle perdite fiscali”*. Stanti tali considerazioni, è possibile in ogni caso presentare un'istanza di interpello ai sensi dell'art. 11, comma 2, L. n. 212/2000 al fine di disapplicare le disposizioni antielusive di cui all'art. 172 del Tuir.

Infine, per quanto concerne i profili di abuso del diritto, il legislatore attraverso il comma 3 dell'art. 10 bis della legge 212/2000, ai sensi del quale *“non si considerano abusive, in ogni caso, le operazioni giustificate da valide ragioni extrafiscali, non marginali, anche di ordine organizzativo o gestionale, che rispondono a finalità di miglioramento strutturale o funzionale dell'impresa ovvero dell'attività professionale del contribuente”* sembra aprirsi e sdoganare le operazioni di LBO. Tuttavia, l'Agenzia delle entrate, attraverso la Circolare 6/E del 30 marzo 2016, ha assunto una posizione favorevole alle operazioni di LBO, escludendo, da un lato, la

natura elusiva di tali operazioni<sup>31</sup> ma evidenziando, dall'altro, che il principio precedentemente esposto non viene applicato qualora vi siano *“altri specifici profili di artificiosità dell'operazione, così come posta in essere nel caso concreto, come nel caso in cui all'effettuazione dell'operazione di LBO abbiano concorso i medesimi soggetti che, direttamente o indirettamente, controllano le società target”*

Alla luce di ciò, appare chiara, a parere di chi scrive, la poca sensibilità dell'Amministrazione Finanziaria al vantaggio economico delle operazioni di riorganizzazione aziendale infragruppo, che spesso non può essere misurato nel breve periodo. Infatti, l'Agenzia dovrebbe considerare di più il valore generato in termini organizzativi proprio grazie alla leva e a tali operazioni piuttosto che la distruzione del reddito imponibile attraverso la deduzione di ingenti somme di interessi passivi, da intendersi come fisiologica conseguenza. Anche in questo caso, rientra tra i diritti del contribuente quello di interpello antiabuso, con cui viene richiesto un parere all'Amministrazione Finanziaria in via preventiva in merito all'abusività o meno di una determinata operazione. In questo caso, il parere fornito dall'Agenzia delle Entrate vincola la stessa ad agire in quei termini e può esserle opposto in caso di successive contestazioni. Tuttavia, il contribuente dovrà implementare l'operazione nelle stesse modalità esposte all'Amministrazione Finanziaria nell'istanza di interpello.

### **3.2 Family Buy Out e Leveraged Cash Out**

Quando a costituire la Newco per procedere all'acquisizione della target sono i membri della famiglia interessati alla prosecuzione dell'attività imprenditoriale si configura la variante del Family Buy Out. La tecnica del FBO permette ai familiari interessati alla gestione dell'azienda di famiglia di acquistare le partecipazioni societarie degli altri familiari (o detenerne il controllo), ricorrendo all'indebitamento bancario, attraverso un prestito garantito dalla stessa società di famiglia (*target*). In questa fattispecie, i familiari creano una nuova società (*newco*), la quale ottiene il finanziamento che servirà per acquisire il controllo della target e liquidare i familiari uscenti.

La Newco procede, quindi, ad acquistare le quote della società target, grazie al mutuo ottenuto, e successivamente, la incorporerà, traslando così su di sé la capacità di rimborsare il debito con i propri flussi di cassa e i propri redditi.

---

<sup>31</sup> Nella Circolare 6/E del 30 marzo 2016 si legge *“Le operazioni di MLBO vedono nella fusione (anche inversa) il logico epilogo dell'acquisizione mediante indebitamento, necessario anche a garantire il rientro, per i creditori, dell'esposizione debitoria. Di fatto, la struttura scelta, rispondendo a finalità extra fiscali, riconosciute dal Codice Civile e, spesso, imposte dai finanziatori terzi, difficilmente potrebbe essere finalizzata essenzialmente al conseguimento di indebiti vantaggi fiscali”*.

Tale operazione si configura come un efficace strumento di gestione del passaggio generazionale, permettendo ai soci di dirimere i contrasti interni e limitando i rischi di compromettere la continuità aziendale. Infatti, come emerge da un'analisi effettuata dalla Family Business Association dell'Università Bocconi di Milano, attraverso il FBO è possibile risolvere i dissidi insorti tra i membri della famiglia e permettere ai soci interessati alla prosecuzione dell'attività imprenditoriale di escludere i soci meno capaci o con visioni strategiche divergenti. È necessario, tuttavia, specificare che tale operazione carica l'impresa familiare operativa (target, che viene successivamente incorporata nella newco) di una notevole esposizione debitoria. I flussi di cassa generati dalla target, infatti, dovranno essere tutti incanalati al rimborso del debito ed essere così sottratti ad investimenti alternativi idonei a creare valore. Immediata conseguenza di ciò sarebbe il fallimento dell'intera operazione, qualora la target non fosse dotata di un basso grado di indebitamento e di un'alta redditività. Una volta considerato il non trascurabile peso dell'ingente indebitamento contratto, è bene puntualizzare che l'apertura del capitale a nuovi ed eterogenei soggetti finanziatori e la diversificazione delle fonti di finanziamento potrebbero rappresentare l'occasione per le imprese familiari di ridimensionare la loro dipendenza dal canale bancario. Non è inusuale, infatti, che i soggetti erogatori del finanziamento non siano soltanto le tipiche banche commerciali, ma anche investitori istituzionali, come i fondi di *private equity*, i quali non di rado richiedono di diventare azionisti della società target. In questo modo, l'investitore entra nella compagine azionaria e si affianca all'imprenditore offrendo competenze finanziarie e strategiche, permettendo così all'impresa di migliorare le sue performance, crescere e cogliere nuove opportunità.

Per una buona riuscita dell'operazione, dunque, è necessario che all'esigenza di risoluzione dei contrasti interni prettamente familiare si affianchi una progettualità di sviluppo e di crescita dell'attività imprenditoriale. In altre parole, il Family Buy Out deve configurarsi come uno strumento per superare il delicato momento del passaggio generazionale e non come l'extrema ratio del processo stesso.

Accanto al Family Buy Out si pone un'altra operazione di finanza strutturata, ancora più diffusa nella pratica per la gestione del passaggio generazionale: si tratta del Merger Leveraged Cash Out. Tale strumento rientra nella categoria delle operazioni di riorganizzazione societaria ed è volto, in particolar modo, alla ristrutturazione della compagine partecipativa di una determinata società di capitali. Come riporta la Figura 8, il LCO segue uno schema tipico che può essere sintetizzato in quattro fasi principali, come segue:



- 1) i soci persone fisiche di una società operativa (target) rivalutano le proprie partecipazioni ai fini fiscali (con l'affrancamento, attraverso il pagamento dell'imposta sostitutiva);
- 2) i medesimi soci cedono le partecipazioni nella target ad una società neocostituita (newco, spesso coincidente con la holding di famiglia), partecipata da uno dei soci cedenti e dai suoi figli/successori;
- 3) newco acquista le partecipazioni dai soci "a debito", dal momento che essa non dispone delle risorse finanziarie utili per l'acquisto della target;
- 4) la newco rimborsa il debito contratto mediante i dividendi distribuiti dalla stessa target, se l'operazione fosse posta in essere senza una successiva fusione, oppure mediante i flussi di cassa generati dalla target, qualora si procedesse successivamente all'incorporazione di quest'ultima nella newco (*merger leveraged cash out*).

Figura 8: Schema di LCO<sup>32</sup>



L'operazione in questione, in ragione della propria complessità e dell'evidente vantaggio fiscale che consente di ottenere, è stata ed è tutt'ora sotto la lente d'ingrandimento dell'Amministrazione Finanziaria.

In particolare, come riporta lo studio di ODEC Roma (2020), la convenienza dell'operazione consiste nell'applicazione, in luogo dell'imposizione sui dividendi alle persone fisiche (attualmente al 26%), dell'imposta sostitutiva sulla rivalutazione delle partecipazioni, ad aliquote inferiori. Inoltre, il dividendo incassato dalla newco, qualora non si procedesse alla

<sup>32</sup> Fonte: ODEC Roma, Il leveraged cash out e l'abuso del diritto, Aprile 2020

fusione, sarebbe escluso da tassazione per il 95%, secondo il regime PEX, venendo così tassato all'1,2%. Qualora, invece, si procedesse alla fusione tra target e newco, si applicherebbe il principio di neutralità fiscale indotta e la continuità dei valori fiscalmente riconosciuti. Il vantaggio fiscale conseguibile è evidente. Resta da chiarire se tale vantaggio sia indebito, come ritiene l'Amministrazione Finanziaria, o meno.

La posizione dell'Agenzia delle Entrate è stata chiarita nel principio di diritto 23 luglio 2019, n. 20, affermando che *“il vantaggio fiscale conseguito è da considerarsi indebito e le operazioni poste in essere prive di sostanza economica ed essenzialmente finalizzate al conseguimento del vantaggio fiscale”* in quanto *“si pone in contrasto con la ratio delle disposizioni normative che disciplinano la rivalutazione ai fini fiscali delle partecipazioni consistente nel favorire la circolazione delle stesse e consiste nella possibilità di incassare gli utili della società target nonostante non si ponga in essere un effettivo disinvestimento delle partecipazioni detenute”*.

La posizione dell'amministrazione finanziaria appare chiara. Tuttavia, essa trascura la causa economica che giustifica l'operazione, ossia quella di garantire la prosecuzione dell'attività familiare, riorganizzandone la proprietà e offrendo ai soci disinteressati alla prosecuzione la possibilità di essere liquidati. L'efficienza fiscale, e dunque il risparmio d'imposta, ottenuta dal contribuente è soltanto la legittima conseguenza dell'operazione, la quale viene posta in essere per rispondere a esigenze concrete e logiche imprenditoriali.

La giurisprudenza, infatti, risulta vicina al contribuente, negando la presenza di profili di abusività nelle operazioni di leveraged cash out ed argomentando che il terzo comma dell'art. 10-bis della Legge n. 2012/2000 *“fa infatti riferimento alla presenza di valide ragioni extrafiscali. Ciò vuol dire che potrà trattarsi non soltanto di valide ragioni economiche in senso stretto ma anche di esigenze di diversa natura, come, finanziaria, strategica, commerciale, etica e forse persino personale. Importante è pure il riferimento all'ottimizzazione dell'assetto organizzativo strutturale e funzionale dell'impresa”* (Comm. Tributaria Provinciale di Treviso, 11 aprile 2018, n. 144). Anche in questa fattispecie, come nel caso Family Buy Out, le ragioni economiche dell'operazione sono da ricercarsi nella rimodulazione della compagine proprietaria, creando una nuova società (holding) a livello della quale gestire le dinamiche di governance, togliendo il peso dei potenziali conflitti familiari dalla società operativa. È buona prassi, dunque, anche in questo contesto, utilizzare questo efficace strumento per gestire al meglio il passaggio del testimone, e non come mera soluzione ai dissidi interni alla compagine sociale.

### 3.3 Teoria dell'agenzia nel FBO

Come abbiamo visto nei capitoli precedenti, le imprese familiari sono caratterizzate dalla presenza di una proprietà concentrata, spesso coincidente con il management dell'impresa stessa. In un simile contesto, generalmente, si è portati a pensare che non vi siano, o che vi siano ma in misura minore rispetto alle aziende non familiari, conflitti d'agenzia, tipici delle imprese ad azionariato diffuso. Abbiamo evidenziato precedentemente come la coincidenza tra proprietà e management preveda un elevato grado di coinvolgimento tra i membri della famiglia ed inneschi meccanismi di controllo informali (fenomeni di *altruism*, *stewardship*) che riducono il rischio di problemi d'agenzia. Tuttavia, l'asimmetria informativa che si viene a creare tra il principale (proprietario) e l'agente (manager) è presente anche nelle imprese a proprietà familiare, ma è originata da fonti diverse e peculiari. Come riportato da Li e Zuo (2020), i problemi d'agenzia sorgono principalmente:

- tra soci con diversi ruoli, qualora alcuni di loro siano coinvolti soltanto a livello di proprietà ed altri anche ingeriti nella gestione. In una simile situazione, infatti, i membri della famiglia che possiedono solo la proprietà (principali) sarebbero in una situazione di inferiorità, a livello di trasparenza di informazione, rispetto ai familiari che gestiscono il business (agenti). Tale circostanza porterebbe ad una riduzione dell'altruismo, della collaborazione e lo scambio di informazioni tra le due categorie, creando i presupposti per controversie e conflitti. Per evitare questo rischio, spesso, le famiglie tendono a separare la proprietà dalla gestione inserendo tra i due livelli un'entità organizzativa, la holding, che funga da cuscinetto per attutire i potenziali dissidi interni. Tale soluzione, tuttavia, potrebbe rivelarsi inefficace e duplicare semplicemente i costi d'agenzia.
- tra soci familiari e non familiari, qualora gli interessi degli attori coinvolti non siano totalmente allineati e i soci non familiari, prevalentemente manager esterni, non si sentano coinvolti nei meccanismi interni alla famiglia. In questa fattispecie, qualora i meccanismi informali di altruismo, *stewardship* e *self-control* non siano sufficienti a sventare rischi di costi di agenzia, è necessario implementare meccanismi di incentivazione, di controllo formale quali, ad esempio, pianificazione strategica, budgeting, reporting, etc., al fine di promuovere unità ed impegno tra i membri familiari e non.
- tra azionisti maggioranza e minoranza, qualora i primi, ossia la famiglia, utilizzino la propria posizione dominante per ottenere benefici a scapito degli interessi dei soci non familiari.

La teoria dell'agenzia, quindi, si adatta alle dinamiche del family business, creando così il problema di quali siano i meccanismi implementabili all'interno di contesti tanto eterogenei per

evitarne i costi. A differenza delle imprese non familiari, come è stato precedentemente evidenziato, vi sono dei meccanismi di controllo sociale che possono ridurre le occasioni di opportunismo tra principale e agente. Tuttavia, come sostiene Chrisman (2019), la teoria della *stewardship*, che ben si adatta a spiegare alcune dinamiche proprie dell'impresa familiare, muove da assunzioni poco realistiche, che dovrebbero essere riviste alla luce della razionalità limitata dell'uomo e delle singole situazioni particolari. Infatti, il conflitto di interessi presente tipicamente tra soci proprietari e soci amministratori è comune tra le imprese familiari e risulta perciò necessario comprendere come attenuarlo. In particolare, come riportano Cattaneo e Bassani (2015), non pare possibile trasferire i meccanismi di controllo formali tipici delle imprese non familiari in contesti così singolari come sono le *family firms*. Ad esempio, l'organo di controllo per eccellenza, il CdA, assume un ruolo molto controverso e difficile da analizzare, proprio a causa della sovrapposizione istituzionale (*institutional overlap*) tra impresa e famiglia. Nelle imprese familiari è molto sfumato il confine tra famiglia ed impresa e ciò si ripercuote nell'assenza di organi formali di controllo. Infatti, molti dei compiti spettanti al CdA vengono svolti dagli organi preposti alla risoluzione dei problemi familiari, quali Consiglio di Famiglia o i comitati, rendendo la presenza di tale organo spesso superflua.

La teoria dell'agenzia, dunque, nel contesto "impresa familiare" non scompare spazzata via da un sentimento generale di altruismo e collaborazione, che sicuramente è presente e riduce la possibilità di insorgenza di conflitti soprattutto nelle prime fasi di vita dell'impresa. Essa, piuttosto, si adatta alle dinamiche interne del sistema impresa-famiglia, le quali gettano le basi per il proliferare di situazioni di disallineamento di interessi.

Soprattutto nel caso in cui vi siano soci familiari coinvolti solo a livello di proprietà ed altri impegnati anche nella gestione dell'azienda, vi è la tendenza ad assistere al crearsi di dissidi interni e divergenze. Tale situazione, invero, si accentua nei momenti di crescita o di evoluzione dell'impresa, come quello del passaggio generazionale, quando la compagine societaria si allarga per accogliere nuovi soggetti. Tutto ciò si riflette nella scelta degli strumenti per affrontare questi momenti fondamentali per la vita dell'impresa, i quali devono tenere in considerazione la possibile presenza di costi di agenzia. Come accennato nel paragrafo precedente, infatti, in molti casi, operazioni complesse come il Family Buy Out o il Leveraged Cash Out vengono poste in essere con il solo scopo di liquidare una parte dei soci, tipicamente quelli coinvolti soltanto a livello di proprietà, al fine di escluderli totalmente dalle decisioni inerenti al business. In tali fattispecie, gli strumenti utilizzati non si configurano come i mezzi più adeguati ad affrontare il passaggio generazionale, minimizzando i costi di agenzia, ma piuttosto come strumenti piegati alle esigenze familiari e, dunque, posti al servizio del disallineamento di interessi fonte dei suddetti costi. In altre parole, operazioni strutturate che

coinvolgono anche l'assetto finanziario dell'impresa e che potrebbero compromettere gli interessi sociali dei diversi stakeholders vengono implementate al solo fine ultimo di risolvere i dissidi interni alla famiglia, ledendo gli interessi degli altri soggetti coinvolti. La discrezionalità gestoria concessa ai soci amministratori potrebbe finire per attuare determinate strategie al solo scopo di perseguire fini interni alla famiglia, a scapito degli altri soci e dell'interesse della società. Di conseguenza, l'epilogo di tali operazioni non può che essere negativo ed inficiare in misura ancora maggiore l'interesse particolare dei singoli soci ed il più ampio interesse sociale.

### **3.4 Ruolo dei professionisti nel FBO**

Nel porre in essere operazioni di finanza strutturata per la gestione del ricambio generazionale, un ruolo fondamentale è svolto dai professionisti che ne vengono coinvolti. In particolare, nei casi di Family Buy Out o Leveraged Cash Out, l'impresa familiare necessita di competenze spesso assenti tra i suoi componenti, che devono essere adeguatamente integrate dall'esterno. Infatti, data l'esistenza di un ingente finanziamento, è necessaria la presenza, tra le altre figure professionali, di un consulente finanziario e di un professionista esperto in materia tributaria, dato il rischio di incappare in contenziosi con l'Amministrazione Finanziaria.

La complessità strutturale di tali operazioni e il rischio che esse siano poste in essere senza valide ragioni economiche comportano l'esigenza di una tutela legale, attraverso l'imposizione di specifici obblighi e conseguenti responsabilità in capo ai promotori, ai quali spetta l'obbligo di produrre una specifica documentazione e di giustificare la fusione con indebitamento attraverso l'illustrazione delle modalità con cui le risorse indicate rimborseranno il debito contratto. Tale trasparenza informativa è richiesta in via preliminare sia nel progetto di fusione (risorse finanziarie per il soddisfacimento delle obbligazioni della società post-fusione) sia nella relazione degli amministratori (piano economico e finanziario, indicando le fonti e gli obiettivi da raggiungere), che deve essere attestata da un esperto. L'operato degli amministratori sarà, dunque, posto al vaglio di un soggetto qualificato ed indipendente, come previsto dagli artt. 2501 bis e 2501 sexies, scelto all'interno di una specifica categoria di soggetti o designato dal tribunale, qualora la società incorporante sia una società per azioni (o in accomandita per azioni). Tale soggetto dovrà esprimere la congruità di quanto prodotto dagli amministratori ed attestarne la correttezza delle valutazioni, svolgendo così una preliminare funzione informativa, aiutando i destinatari (soci e creditori) nella comprensione del progetto e garantendone la sostenibilità. Tale parere, in sostanza, risponde all'esigenza di controllo esterna, oggettiva ed imparziale, di un progetto fondamentalmente interno all'impresa, in quanto elaborato, spesso, dagli stessi soggetti promotori (amministratori). Tuttavia, tale attività non si sostituisce a quella

dell'organo amministrativo, il quale mantiene comunque la piena responsabilità dell'operazione. Concretamente, l'esperto deve impostare un iter valutativo del piano, vagliando la ragionevolezza e la congruità dei dati previsionali sottostanti l'operazione, attraverso un sostanziale "processo revisionale dei dati prospettici", rispondendo delle proprie scelte ai sensi dell'art 64 c.p.c. Il professionista dovrà apprezzare la ragionevolezza delle proiezioni previste dagli amministratori anche alla luce dei principi contabili del caso specifico e dovrà astenersi dal formulare qualsiasi considerazione di merito in ordine alla convenienza e alle conseguenze della fusione, limitandosi a svolgere un ruolo meramente tecnico di verifica. Nelle operazioni di LBO, inoltre, è coinvolto un terzo soggetto, il finanziatore, ossia colui che dota la società delle risorse necessarie al compimento dell'operazione. In genere, i finanziatori principali delle imprese familiari nelle operazioni di LBO si identificano negli istituti di credito, che forniscono alle imprese servizi di *corporate banking*, volti ad affiancare i clienti in tutto il percorso di attuazione del progetto. Nella negoziazione banca-impresa, la fase precedente a quella di erogazione del prestito si configura come la più importante, in quanto consiste sostanzialmente in una istruttoria con cui il finanziatore traccia il profilo dell'impresa cliente. In particolare, il cliente presenta il proprio progetto, illustrandone la struttura e richiedendo il relativo finanziamento. La banca, successivamente, analizza la posizione di rischio del cliente, traccia il profilo societario, delineando il posizionamento competitivo e analizza i dati economico-finanziari storici e previsionali ed il business plan. Qualora l'istruttoria si concluda con un giudizio positivo, l'intermediario procede alla definizione contrattuale del mutuo per poi erogarlo. Infine, in fase di attuazione del progetto, i rapporti banca-impresa non si esauriscono ma proseguono con il monitoraggio e la verifica del rispetto degli obblighi contrattuali.

È possibile, inoltre, che l'intermediario non finanzi l'operazione attraverso il debito ma conferisca capitale di rischio, con l'obiettivo di realizzare un ingente guadagno nel medio termine mediante la cessione delle partecipazioni. Si tratta, in genere, dei fondi di *Private Equity*. In questo caso, la relazione finanziatore-impresa è caratterizzata da elementi che superano la natura finanziaria, riconducibili alla sfera imprenditoriale e fiduciaria. Affinché si creino le sinergie necessarie, è fondamentale che vi sia un rapporto di massima stima tra imprenditore e finanziatore, il quale apporta nell'impresa la professionalità e le competenze finanziarie di cui spesso essa è carente. Infatti, con l'acquisizione di una partecipazione nel capitale di rischio dell'impresa, la banca partecipa anche alla definizione delle strategie di crescita e di riorganizzazione, promuovendone lo sviluppo o consolidandone la posizione competitiva. Come riportano Schickinger, Leitterstorf e Kammerlander (2018), l'investitore istituzionale svolge un ruolo molto importante sia dal punto di vista finanziario sia da quello

prettamente aziendalistico, affiancando l'imprenditore non soltanto nelle fasi salienti dell'operazione ma anche in quelle successive di sviluppo dell'iniziativa.

Nello studio vengono evidenziati i fattori che possono portare a livelli elevati di soddisfazione e al successo finanziario dopo l'accordo. In primo luogo, gli investitori sono in grado di cogliere il potenziale di ottimizzazione all'interno dell'azienda di famiglia, soprattutto a livello di aumento di profitti, scorgendo interessanti prospettive di rendimento. In secondo luogo, i fondi di PE forniscono potenziali di ottimizzazione esterna attraverso reti e connessioni esterne all'impresa familiare. Grazie al loro network consolidato e alla loro propensione all'ingegnerizzazione e digitalizzazione dei processi, gli investitori offrono opportunità di rinnovamento e crescita, ampliando la rete di fornitori e clienti dell'impresa. Infine, la collaborazione tra PE ed imprese familiari crea un equilibrio potenzialmente proficuo tra orientamento a lungo termine (tipico della family firm) e ottimizzazione a breve termine (propria del fondo PE), che potrebbe complessivamente avvantaggiare l'azienda familiare.

Inoltre, un altro aspetto non trascurabile della presenza di un investitore istituzionale tra i soci dell'impresa è quello relativo ai meccanismi di controllo che questo innesca. Infatti, come abbiamo ampiamente evidenziato, le imprese familiari non sono strutturalmente idonee a sopportare meccanismi di controllo tradizionali, tuttavia, l'investitore istituzionale può rappresentare un efficace strumento di controllo della governance dell'impresa, riallineando interessi dei soci con quelli dei manager e scoraggiando atteggiamenti di opportunismo o l'insorgere di conflitti d'interesse.

## 4 CASO AZIENDALE: IL GRUPPO SAFILO

Il caso proposto ha l'obiettivo di dimostrare quanto esposto nei precedenti capitoli in merito alle criticità delle operazioni di Family Buy Out ed alle motivazioni che spingono i soggetti interessati ad attuare tali strategie, che spesso ne influenzano l'esito.

Nei capitoli precedenti è stato delineato un quadro teorico delle imprese familiari italiane soggette fisiologicamente al processo di ricambio generazionale, ponendo l'attenzione sugli strumenti che l'ordinamento italiano mette a disposizione degli imprenditori per affrontarlo al meglio secondo le particolari esigenze. In particolare, è emersa la tendenza delle famiglie a capo delle imprese ad utilizzare tali strumenti in base alle esigenze personali, senza una vera progettualità d'impresa o una ponderata valutazione della fattibilità della strategia, ma con l'unico obiettivo di dirimere i contrasti interni alla famiglia e garantirsi il controllo della società, anche a discapito della redditività dell'azienda stessa. Questa distorsione, tipica delle imprese familiari, è riconducibile principalmente al ruolo che i professionisti esterni ricoprono all'interno dell'impresa e alla presenza di costi di agenzia e conflitti di interesse (tra i soci operativi e non) anche nelle organizzazioni che strutturalmente dovrebbero non esserne interessate perché governate da meccanismi informali di controllo sociale, quali le imprese familiari. In generale, dal quadro teorico si evince che qualora uno dei due istituti compresenti nell'impresa familiare prevalga sull'altro, le strategie poste in essere sono destinate a non sortire gli effetti desiderati. Ad esempio, in relazione al Family Buy Out quale strumento di gestione del passaggio generazionale, se l'operazione viene effettuata con il solo scopo di perseguire egoisticamente gli interessi personali, cercando di spazzare via i contrasti familiari, l'intera iniziativa non sarà efficace e, di conseguenza, la transizione sarà destinata a fallire.

A tal proposito, viene analizzato il caso del Gruppo Safilo, azienda italiana operante nel settore dell'occhialeria, protagonista nel 2001 di un'operazione di Family Buy Out, con la quale uno dei tre proprietari dell'azienda (l'unico figlio interessato alla gestione) acquisisce le quote dei fratelli e lancia un'offerta pubblica d'acquisto residuale sulla totalità delle azioni dell'operativa Safilo S.p.A., diventandone proprietario assieme ai suoi figli e garantendo così il passaggio del testimone ai membri del suo nucleo familiare.

Il caso risulta emblematico in quanto rappresenta il fallimento di un passaggio generazionale e della proprietà familiare di un'azienda, a causa del perseguimento dei soli interessi personali dei soggetti coinvolti nell'operazione.



## 4.1 Il Gruppo e il Modello di Business

Safilo è stata fondata nel 1934 dal Cavaliere del Lavoro Guglielmo Tabacchi, quando rilevò la “Società Azionaria Fabbrica Italiana Lavorazione Occhiali”, un’azienda produttrice di lenti e montature, costituita nel 1878 a Calalzo di Cadore, in provincia di Belluno. Successivamente, l’azienda iniziò ad espandersi e nel 1964 venne inaugurato un secondo stabilimento a Santa Maria di Sala (VE), venne ingrandito il sito produttivo di Calalzo di Cadore e venne trasferita la sede amministrativa a Padova, dove è presente ancora oggi.

A partire dagli anni Ottanta, Safilo iniziò a svilupparsi a livello internazionale e vennero create le prime filiali commerciali in Belgio, Spagna, Germania e Francia. Inoltre, l’azienda attuò un notevole piano di crescita industriale, costruendo un sito produttivo a Longarone (BL), tuttora operativo, e, in seguito, un centro distributivo automatizzato presso la sede di Padova. La strategia di internazionalizzazione perseguita da Safilo continuò fruttuosamente durante tutto il corso degli anni Novanta, fino a raggiungere i mercati statunitense, asiatico ed australiano e consolidare la propria presenza in Europa, costruendo una rete distributiva ampia e capillare. Nel 1987 Safilo S.p.A. venne quotata per la prima volta alla Borsa di Milano ad un prezzo di 10.000 lire per azione (5,1 euro attuali), ma nel 2001, a seguito di un’Offerta Pubblica d’Acquisto (OPA) lanciata da Vittorio Tabacchi a seguito dell’acquisizione della maggioranza del pacchetto azionario, venne ritirata dalle quotazioni (*delisting*) e fu oggetto di uno delle più grosse operazioni di Family Buy Out in Italia. Safilo S.p.A. è una società produttiva e commerciale controllata per il 95,201% dalla holding capogruppo Safilo Group S.p.A., fino al 2005 denominata Safilo Holding S.p.A..

Il 9 dicembre 2005, le azioni di Safilo Group S.p.A. sono state ammesse nuovamente alla quotazione nel Mercato Telematico Azionario della Borsa di Milano. L’indebitamento della società, tuttavia, era molto pesante e quest’ultima necessitava di una robusta ricapitalizzazione: ecco allora che nel marzo 2010 si conclude l’aumento di capitale con l’ingresso di HAL Holding N.V., fondo d’investimento olandese, come nuovo azionista di riferimento. Come evidenziato dalla figura 9, oggi Safilo Group S.p.A. è controllata per il 49,843% da Multibrands Italy B.V. (a sua volta controllata da HAL Holding N.V.), il 14,996% delle azioni è detenuto da BDL Capital Management, il 2,780% da Brande Investment Partners LP, Vittorio Tabacchi ne possiede soltanto l’1,770% mentre il restante 30,611% è flottante.

Figura 9: Azionariato al 17 gennaio 2019<sup>33</sup>

---

<sup>33</sup> Fonte: Safilo [online] disponibile su < <http://investors-it.safilogroup.com/it/shares/relevant-shareholders> >



Il modello di business del Gruppo Safilo è caratterizzato dalla presenza di un portafoglio marchi molto prestigioso, dalla flessibilità produttiva, da un'offerta di qualità e molto diversificata e da una capacità distributiva capillare. Safilo adotta un modello integrato, che copre tutta la filiera produttivo-distributiva, presidiando tutte le fasi: ricerca ed innovazione tecnologica, design e sviluppo del prodotto, produzione diretta, marketing e comunicazione, fino alla distribuzione finale.

In primo luogo, Safilo persegue una strategia di ricerca dell'eccellenza nel design, nell'innovazione (sia di processo sia di prodotto) e nella qualità del prodotto, sia dal punto di vista dei materiali che del design.

In secondo luogo, la flessibilità nella produzione è il risultato di un'attività di razionalizzazione della struttura e dei processi produttivi al fine di incrementare la propria efficienza, produttività e velocità di commercializzazione. Questo obiettivo può essere raggiunto anche grazie al ricorso all'outsourcing, che consente la flessibilità necessaria per far fronte alle fluttuazioni della domanda.

Terzo, una caratteristica fondamentale del business model del gruppo è la compresenza di marchi di proprietà e marchi in licenza. La scelta di trovare un equilibrio tra proprietà e licenza è dovuta, come riporta il sito dell'azienda, all'esigenza di una maggiore indipendenza strategica. Infatti, la gestione diretta dai brand proprietari assicura margini maggiori, mentre i brand in licenza consentono di avere un ampio portafoglio di marchi, attraverso i diversi segmenti di consumo e distribuzione.

Infine, la capillarità distributiva è dovuta alla modalità di distribuzione *wholesale* che garantisce un elevato grado di copertura di tutti i principali mercati internazionali. Tale scelta strategica è molto importante in quanto consente di sostenere le strategie di sviluppo globali delle più importanti griffe della moda e, contemporaneamente, di arricchire il portafoglio di marchi su mercati locali. Infatti, il sistema distributivo è predisposto per raggiungere circa 100.000 selezionati punti vendita in 130 paesi ed il presidio del territorio è possibile grazie ad accordi

di esclusività con distributori locali indipendenti. Come riporta il sito, l'azienda è il secondo più grande operatore del mercato dell'occhialeria mondiale ed è ben posizionata, con una quota di mercato globale del 5,5%, una produzione di circa 35 milioni di montature ed un fatturato che ha sfiorato l'1,2 miliardi di euro nel 2014.

## **4.2 Passaggio generazionale**

Anche Safilo, in qualità di impresa familiare, è stata protagonista del processo di passaggio generazionale. La società, fino agli ultimi anni Novanta, era stata gestita dai tre figli di Guglielmo: Vittorio, Giuliano e Dino, partecipando, con le proprie holding di ramo familiare, alla finanziaria di famiglia FIMIT S.p.A. che controllava l'operativa Safilo S.p.A per circa il 60%. Tuttavia, nonostante la suddivisione della proprietà dell'azienda di famiglia nei tre rami familiari facenti capo ai tre fratelli, a causa delle divergenze sulla gestione strategica, i conflitti di loro iniziarono ad acuirsi e finirono con la scalata da parte del presidente Vittorio, che riuscì a liquidare i fratelli e diventare proprietario unico di Safilo. L'operazione attuata nel 2001 rientra nella fattispecie del Family Buy Out, in quanto strutturata attraverso la costituzione di una società veicolo (Programma 2002 S.p.A.) successivamente fusa con la target (Safilo S.p.A. per l'appunto).

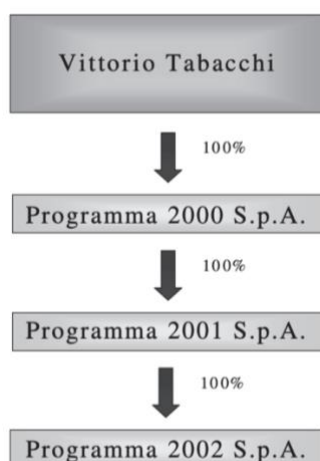
Vittorio stipula in data 16 maggio 2001 un patto parasociale con i figli Massimiliano e Samantha riguardante il 69,582% del capitale sociale di FIMIT S.p.A (controllante di Safilo S.p.A), al fine di concordare preventivamente le acquisizioni e le dismissioni di partecipazioni da parte di FIMIT, per assicurarsi la maggioranza del pacchetto azionario della società target.

In data 28 marzo 2001, per procedere all'operazione di FBO, viene creata una società veicolo denominata "Programma 2002 S.p.A.", partecipata dalla Programma 2001 S.p.A., controllata a sua volta dalla Programma 2000 S.p.A, facente capo a Vittorio Tabacchi, come evidenziato dalla figura 10.

Figura 10: Catena di controllo di Programma 2002<sup>34</sup>

---

<sup>34</sup> Fonte: Documento di Offerta Pubblica di Acquisto ai sensi degli articoli 106 e 109 del Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 di azioni ordinarie di Safilo, pag. 13



Come riporta il Documento di Offerta Pubblica di Acquisto del 26 giugno 2001, nei dodici mesi precedenti la stipulazione del suddetto Patto Parasociale, sono state effettuate alcune operazioni di acquisto a titolo oneroso di azioni Safilo o di quote o azioni di società che direttamente o indirettamente la controllano, tra cui:

- a) nel mese di settembre 2000, la famiglia Giuliano Tabacchi ha ceduto alle due società controllate da Massimiliano e Samantha Tabacchi (rispettivamente “Progetto 30 S.s.” e “Progetto 25 S.s.”), le seguenti partecipazioni in Safilo, nella misura proporzionale del 50% ciascuna:
  - i. partecipazioni dirette pari a circa il 4,35% del relativo capitale sociale;
  - ii. partecipazioni indirette pari al 70% di Ganbi S.s., società che detiene circa il 25,7% di FIMIT.
- b) nel mese di aprile 2001, Dinocle S.s., società semplice facente capo a Dino Tabacchi, ha venduto a “Programma 5000 S.p.A.”, società controllata da Vittorio Tabacchi, il 20% delle azioni di FIMIT.

Alla data del 26 giugno 2001, dunque, il capitale sociale di Safilo risultava suddiviso come riportato nella figura 11.

Figura 11: Partecipazioni superiori al 2% nel Capitale Sociale di Safilo<sup>35</sup>

<sup>35</sup> Fonte: Documento di Offerta Pubblica di Acquisto ai sensi degli articoli 106 e 109 del Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 di azioni ordinarie di Safilo, pag. 16

<b>Soggetto dichiarante</b>	<b>Partecipazione rilevante</b>
FIMIT - Finanziaria Immobiliare Italiana S.p.A.	59,953%
Programma 2002 S.p.A.	10,258%
Samantha Tabacchi*	5,069%
Massimiliano Tabacchi**	4,860%

\* Per il tramite delle società controllate Investimenti Mobiliari S.r.l. e Progetto 25 S.s., titolari di una quota rispettivamente pari al 2,892% e al 2,177% del Capitale Sociale di Safilo.

\*\* Sia direttamente, per lo 0,68%, sia per il tramite delle società controllate Progetto 30 S.s., e Partecipazioni 2000 S.r.l., titolari di una partecipazione rispettivamente pari al 2,177% e al 2% del Capitale Sociale di Safilo.

Il capitale sociale di FIMIT, inoltre, alla data del 26 giugno 2001 risultava suddiviso come riportato dallo schema in figura 12.

Figura 12: suddivisione capitale sociale FIMIT S.p.A.<sup>36</sup>

<b>Azionista</b>	<b>Soggetto controllante</b>	<b>N. azioni FIMIT</b>	<b>Percentuale</b>
Ganbi S.s.*	-	12.859.994	25,720%
Programma 5000 S.p.A.	Vittorio Tabacchi	10.000.000	20%
Progetto 60 S.s.	Vittorio Tabacchi	8.708.920 **	17,418%
Progetto 55 S.s.	Tatiana Amboni	8.708.920	17,418%
Dinocle S.s.	Dino Tabacchi	6.500.000 ***	13%
Progetto 30 S.s.	Massimiliano Tabacchi	1.611.086	3,222%
Progetto 25 S.s.	Samantha Tabacchi	1.611.086	3,222%

\* Massimiliano e Samantha Tabacchi detengono il 35% ciascuno di Ganbi S.s.. La rimanente parte è tuttora di titolarità di Guglielmo e Antonella Tabacchi.

\*\* Include n. 6 azioni FIMIT detenute direttamente da Vittorio Tabacchi.

\*\*\* Include n. 6 azioni FIMIT detenute direttamente da Dino Tabacchi.

L'offerta pubblica d'acquisto (OPA) veniva promossa da Programma 2002 secondo l'obbligo delle parti a seguito della sottoscrizione del Patto Parasociale del 16 maggio 2001, secondo il quale le parti si sono impegnate a concordare preventivamente le acquisizioni e dismissioni di partecipazioni da parte di FIMIT (detenente circa il 59,98% del Capitale Sociale di Safilo S.p.A.) e a consultarsi preventivamente con riguardo alle deliberazioni di FIMIT relative ad eventuali operazioni straordinarie.

Attraverso l'Offerta Pubblica d'Acquisto, Programma 2002 intendeva conseguire la revoca dalla quotazione in Borsa delle azioni Safilo da parte di Borsa Italiana S.p.A. Il possesso dell'intero Capitale Sociale di Safilo, con il suo conseguente *delisting*, dovrebbero favorire la massima flessibilità strategica per facilitare la semplificazione degli assetti proprietari, la riorganizzazione della struttura societaria ed una maggiore efficienza operativa della target.

<sup>36</sup> Fonte: Documento di Offerta Pubblica di Acquisto ai sensi degli articoli 106 e 109 del Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 di azioni ordinarie di Safilo, pag. 16

Programma 2002 ha acquistato sul mercato ulteriori n. 10.112.900 azioni ordinarie Safilo per un esborso pari ad Euro 125.754.761, facendo ricorso esclusivamente a mezzi propri apportati, o che saranno apportati dalla propria controllante totalitaria Programma 2001 S.p.A.. A sua volta Programma 2001 S.p.A. farà ricorso a un finanziamento (di Euro 390.000.000) concesso da un pool di banche di cui sono capofila Banca Popolare di Milano, Efibanca-Banca Popolare di Lodi e Interbanca-Banca Antoniana Popolare Veneta. A sua volta Programma 2001 S.p.A. ha dato ordine alle banche finanziatrici di accreditare le somme oggetto di richiesta di utilizzo a beneficio di Programma 2002 in esecuzione dell'aumento di capitale deliberato nonché degli apporti a titolo di finanziamento soci in conto aumento di capitale che volta per volta richiederà Safilo S.p.A., come si legge dai comunicati della Consob.

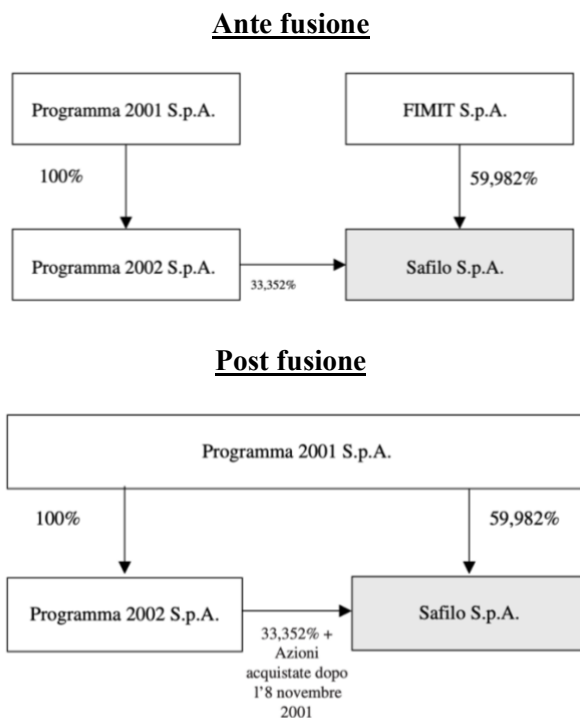
Tra il giugno e il novembre 2001 la partecipazione in Safilo detenuta da Programma 2002 è complessivamente incrementata del 23,1% del Capitale Sociale, di cui:

- il 12,59% delle azioni acquisite nell'ambito dell'Offerta Precedente ad un prezzo di Euro 12,5 per Azione;
- l'1,18% del Capitale Sociale acquisito per effetto di acquisti realizzati sul mercato, per un corrispettivo non superiore a Euro 12,5 per Azione;
- l'8,51% del Capitale Sociale trasferito a Programma 2002 dalle Parti Sindacate, direttamente o indirettamente, in data 30 luglio 2001, al prezzo di Euro 12,5 per Azione: il 2,17% del Capitale Sociale ceduto da Progetto 30 S.s., società controllata da Massimiliano Tabacchi; il 2,17% del Capitale Sociale da Progetto 25 S.s., società controllata da Samantha Tabacchi; l'1,94% del Capitale Sociale da Investimenti Mobiliari S.r.l., società controllata da Samantha Tabacchi; l'1,53% del Capitale Sociale da Partecipazioni 2000 S.r.l., società controllata da Massimiliano Tabacchi; lo 0,68% del Capitale Sociale ceduto da Massimiliano Tabacchi.
- lo 0,82% del Capitale Sociale acquisito successivamente al 30 luglio 2001 e fino all'8 novembre 2001, per effetto di acquisti realizzati sul mercato per importi non superiori al Corrispettivo dell'Offerta Residuale, pari ad euro 13,02 per azione.

Dunque, poiché a seguito della prima OPA le parti possedevano complessivamente, in via diretta ed indiretta, una percentuale pari a circa il 94,76% del capitale sociale della target, l'offerente (Programma 2002) non avrebbe ricostituito il flottante ma avrebbe promosso un'Offerta Pubblica di Acquisto Residuale sulle azioni di Safilo in circolazione, ai sensi degli artt. 108 e 109 del Testo Unico. L'Offerta Residuale aveva ad oggetto n. 5.372.574 Azioni, equivalenti a circa il 5,24% del Capitale Sociale di Safilo S.p.A.. Inoltre, a seguito dell'OPA Residuale era previsto che venisse attuata la fusione per incorporazione della FIMIT nella Programma 2001 S.p.A., società controllante della Programma 2002. Per effetto della sopra

citata fusione per incorporazione, Programma 2001 S.p.A. deterrà, in parte direttamente e in parte indirettamente, tutto il capitale sociale di Safilo riferibile al ramo familiare di Vittorio Tabacchi. La figura 13 rappresenta la situazione pre e post fusione.

Figura 13: Situazione ante e post fusione<sup>37</sup>



A seguito dell'OPA Residuale, nel dicembre 2001, Safilo viene ritirata dalle quotazioni (*delisting*) e nel corso dell'anno successivo viene completata l'operazione di Leveraged Buy Out, con cui la target Safilo viene incorporata nella Programma 2002 S.p.A., a sua volta incorporata in Programma 2001 S.p.A.. Il debito contratto dalla società veicolo (Senior Loan), poi trasferito attraverso la fusione nella società operativa (*debt push down*), ammontava a circa 710 milioni di euro, utilizzati da Vittorio per liquidare i fratelli ed assicurarsi la proprietà del gioiello di famiglia. Inoltre, nel 2003 Safilo fu protagonista dell'emissione di un High Yield Bond di 300 milioni di euro che di certo non alleggerirono la struttura finanziaria già molto pesante dell'azienda.

Quattro anni dopo, nel 2005, Safilo viene riammessa alla quotazione nel Mercato Telematico Azionario (MTA) ed è detenuta per il 36,80% dalla Only 3T (holding finanziaria di Vittorio e figli) mentre una quota di minoranza è posseduta dal fondo di Private Equity Credit Suisse First Boston. La situazione finanziaria, tuttavia, diventò insostenibile, finché nel 2006 il Gruppo fu protagonista di un'importante operazione di rifinanziamento, "con un sostanziale

<sup>37</sup> Fonte: Documento di Offerta Pubblica di Acquisto Residuale ai sensi degli articoli 108 e 109 del Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 di azioni ordinarie di Safilo, pag. 25

miglioramento del pacchetto di garanzie e dei margini, attraverso la sottoscrizione di un nuovo contratto per 400 milioni di Euro, in sostituzione del Senior Loan erogato nel 2002”, come si legge nel comunicato stampa della Società del 27 giugno 2006. Tra le banche che hanno coordinato il finanziamento si annoverano Banca Intesa S.p.A., Banca IMI S.p.A. e Unicredit Banca Mobiliare S.p.A., tutte con il ruolo di Mandated Lead Arrangers e Bookrunners; mentre Bayerische Hypo-und Vereinsbank AG, Cassa di Risparmio di Padova e Rovigo S.p.A. e Intesa S.p.A. come sottoscrittori.

Nonostante il ritorno a Piazza Affari del 2005 e la rinegoziazione del debito del 2006 erano sembrate migliorare la posizione dell’azienda padovana leader dell’occhialeria, nel 2009 risultò necessaria una ricapitalizzazione attraverso un accordo con uno dei maggiori fondi di investimento europei: Hal Holding N.V.. La società di investimenti olandese implementò un piano di ricapitalizzazione attraverso l’assunzione del controllo sulle obbligazioni High Yield emesse dal Gruppo “al fine di liberare il Gruppo dalle limitazioni derivanti dalla clausola di *change of control* prevista dal regolamento del prestito” (Safilo, 2009); un aumento di capitale per un importo pari a 262,8 milioni di euro; la ristrutturazione del debito Senior, attraverso la rinegoziazione con le banche finanziatrici in merito al piano di rimborso e ai covenants finanziari; la cessione di alcune catene retail ritenute non strategiche.

In cambio della ristrutturazione societaria, però, nel 2010 il presidente Vittorio Tabacchi ed il figlio Massimiliano (vicepresidente esecutivo) dovettero lasciare il Consiglio di Amministrazione dell’azienda di famiglia, cedendo il controllo agli olandesi, in possesso del 37,23% del capitale di Safilo S.p.A.. La famiglia Tabacchi, dunque, non uscì completamente di scena ma vide scendere la propria partecipazione a circa il 10%.

Oggi, Safilo è controllata al 50% dal fondo di investimento olandese, mentre Vittorio ne detiene un irrisorio 1,770%.

### **4.3 Impatto del Family Buy Out sulle variabili aziendali**

Il caso Safilo ben si presta ad alcune considerazioni circa gli aspetti rilevanti per la gestione del passaggio generazionale esposti nei capitoli precedenti. Infatti, l’operazione posta in essere da Vittorio Tabacchi rientra nella fattispecie delle acquisizioni mediante indebitamento ed è stata attuata per garantire al proprio ramo familiare la piena proprietà dell’azienda di famiglia. La strategia, tuttavia, non ha sortito gli effetti desiderati, rivelandosi probabilmente una delle cause del rovinoso declino della proprietà familiare di Safilo.

Il caso in esame, infatti, mette in luce alcuni aspetti rilevanti circa le conseguenze che operazioni così rischiose ed invasive hanno non solo a livello di struttura finanziaria nel breve periodo, ma



anche per i riflessi negativi ai quali condannano le aziende coinvolte nel lungo termine. Affermare che il lento peggioramento delle performance, di cui l'azienda è ancora oggi protagonista, sia dovuto all'operazione attuata nel 2001 è abbastanza azzardato, tuttavia è possibile individuare alcuni elementi che permettono di esprimere un giudizio in merito all'impatto che l'elevato livello di debito assunto ha avuto sulle variabili aziendali.

La presenza di una situazione finanziaria fortemente negativa ha costretto il management dell'azienda a concentrarsi maggiormente sul riequilibrio della stessa, perdendo di vista quali fossero le strategie migliori per competere nel settore di riferimento. Infatti, mentre i competitors crescevano e si facevano spazio all'interno del comparto, Safilo era impegnata a rinegoziare il debito e trattare con i finanziatori, per sventare l'epilogo peggiore. Dal momento del Family Buy Out, l'azienda fu protagonista di una serie di perdite di licenze, che le causarono un notevole peggioramento delle performance e perdita di competitività. Nell'corso del 2005, anno della riammissione in Borsa, Safilo perse la licenza di Ralph Lauren, il cui contratto rappresentava circa il 10% delle vendite del Gruppo, evidentemente troppo impegnato nel dialogo con le banche a scapito di investimenti e progetti di sviluppo. La suddetta licenza andò nelle mani di Luxottica, da sempre rivale dell'azienda padovana, fin dalla lotta nel lontano 1999 per l'acquisto del marchio Ray-Ban.

La pessima situazione finanziaria dell'azienda ha avuto riflessi negativi anche a livello di governance: a partire dal 2006, iniziò per Safilo un turnover al vertice che la condannò a performance insoddisfacenti che arrivarono ad erodere i mezzi propri, conducendola nel 2009 alla ricapitalizzazione.

Sotto la guida dell'amministratore delegato Roberto Vedovotto, in carica dal 2002 al 2006, Safilo fu protagonista del rifinanziamento del debito, incredibile risultato alla luce della posizione debitoria dell'azienda. Tuttavia, la famiglia Tabacchi, che mirava alla proprietà e alla gestione esclusiva dell'azienda, sostituì nello stesso anno l'AD Vedovotto con Claudio Gottardi e Massimiliano Tabacchi come vicepresidente esecutivo. Il matrimonio tra i due durò soltanto due anni, al termine dei quali Gottardi fu esiliato negli USA come presidente e CEO delle controllate statunitensi, mentre il figlio predestinato assunse il ruolo di Amministratore Delegato del gruppo. Venne così attuato il processo di ricambio generazionale, in una condizione di generale squilibrio per l'inevitabile presenza della zavorra del debito e per la mancanza di unità di direzione e di obiettivi. Infatti, le performance dell'azienda ne risentirono e nel 2009 venne richiamato Vedovotto, fautore della ristrutturazione del gruppo e della successiva quotazione in Borsa degli anni precedenti. Al suo ritorno Vedovotto trovò una situazione finanziaria quasi compromessa e una impellente necessità di ricapitalizzazione. Nello stesso anno, infatti, il fondo d'investimento olandese Hal Investments iniettò 250 milioni

di capitale di rischio in Safilo, incrementando la propria partecipazione al 49,99% e diventandone di fatto proprietario. Il fondo si configurò come un solido partner finanziario, tanto che, contemporaneamente all'aumento di capitale, come si legge nel comunicato stampa dell'azienda del 19 ottobre 2009, si impegnò:

- ad acquistare “tutte e, in ogni caso, almeno il 60% delle obbligazioni ad alto rendimento (High Yield Bond) per un ammontare nominale di 195 milioni di euro”;
- a ristrutturare l'indebitamento finanziario senior di Safilo, attraverso un accordo con le principali banche finanziatrici (IntesaSanpaolo e Unicredit Corporate Banking);
- a cedere talune catene di vendita al dettaglio non strategiche.

In questo contesto, la famiglia Tabacchi vide diluire la propria partecipazione a poco più del 10% cosicché, oltre alla gestione, perse anche la proprietà.

Inoltre, nel 2011 Safilo perse anche la licenza Armani, che valeva il 20% dei ricavi, causando un terremoto finanziario che si riversò nella perdita in dodici mesi del 65% del valore del titolo (Repubblica, 2012). Si susseguirono poi una serie di perdite importanti quali la conclusione della licenza con Gucci (marchio oggi di proprietà di Kering Eyewear, giovane azienda guidata da – ironia della sorte – Roberto Vedovotto) nel 2017 e il mancato rinnovo a fine 2019 della licenza Dior, che ha causato sfiducia nelle strategie di crescita del gruppo.

Mentre Safilo attraversava un passaggio generazionale (fallito), che l'avrebbe destinata negli anni successivi ad una governance insoddisfacente e ad un infinito dialogo con le banche, i competitors diversificavano la propria offerta e sviluppavano proficue strategie. Luxottica, ad esempio, procedeva indefessa nella sua strategia di connubio tra marchi di proprietà, come Ray-Ban e Persol, e licenze, quali Chanel, Armani e Prada, con la sua rete distributiva di proprietà, Sunglass Hut, che distribuisce prodotti Luxottica in circa 7 mila punti vendita in tutto il mondo e nel suo e-commerce. L'azienda di Agordo, infatti, si conferma ancora oggi come leader indiscussa del settore con il suo fatturato di 9,493 miliardi di euro nel 2019.

Altro competitor che ha mutato le dinamiche del settore è Kering, holding francese del lusso che fino al 2011 faceva produrre a Safilo gli occhiali per i propri marchi: dopo aver revocato la licenza con due anni di anticipo, dal 2012 realizza internamente le linee di eyewear, controllando l'intera filiera dal design alla distribuzione, garantendo ad ogni marchio di mantenere la propria identità e favorendo l'esclusività. Il progetto Kering Eyewear nasce da proprio da Roberto Vedovotto, che, dopo la liquidazione da parte di Hal Investments nel 2013, dà vita ad una realtà nuova e promettente. Se da una parte, infatti, Kering ha sicuramente meno capacità distributiva rispetto ai competitors, potendo contare soltanto sui negozi monomarca di ogni brand, dall'altra può contare su una flessibilità e reattività ai mutamenti di scenario migliori rispetto a quelle degli altri players del settore.

In questo contesto, Safilo continuò in modo miope con la propria strategia soprattutto a causa della mancanza di sufficienti risorse per investimenti che le garantissero competitività, dal momento che il rimborso del debito assorbiva gran parte dei flussi di cassa prodotti.

Per quanto riguarda la governance, dopo l'uscita di scena definitiva di Vedovotto, venne nominata nel 2013 Luisa Delgado, che lasciò Safilo "per motivi personali" nel 2018, anno dell'ennesima ricapitalizzazione, volta a rimborsare 296,5 milioni di euro. Oggi l'azienda è gestita da Angelo Trocchia. Anche su questa variabile aziendale, Safilo si è dimostrata carente in termini di meccanismi efficienti per garantire una direzione di successo. La responsabilità, forse, non è da attribuire all'incapacità dei singoli di individuare la strategia più adatta ed efficace, ma, a parere di chi scrive, è da ricercarsi nell'inadeguatezza dei mezzi di cui costoro disponevano, ossia un'azienda affondata dal peso del debito, diventato negli anni insostenibile, e corrosa da conflitti familiari che ormai ne avevano compromesso l'unità di direzione.

#### **4.4 Considerazioni sul caso aziendale**

Alla luce di tali considerazioni, è possibile affermare che il declino di Safilo affonda le proprie radici nell'operazione posta in essere da Vittorio Tabacchi per garantirsi le redini dell'azienda. L'operazione di FBO condannò Safilo, oltre ad una perenne sofferenza finanziaria, ad una situazione di generale disorientamento nella gestione strategica, dimostrata dal continuo succedersi di figure diverse ai vertici. Il passaggio generazionale, nel caso esaminato, è fallito in quanto l'operazione attuata non ha tenuto conto delle possibili ripercussioni sull'economicità dell'azienda, ma era volta soltanto ad assecondare una volontà egoistica portata avanti da un membro della famiglia. Verosimilmente, le motivazioni sottostanti la scalata di Vittorio erano connesse ai dissidi interni al nucleo familiare, relativi alle diverse visioni strategiche ed arginati inizialmente con la suddivisione della proprietà nei tre rami familiari facenti capo ad ogni fratello.

Quando i conflitti interni e le divergenze strategiche hanno iniziato ad acuirsi, ha prevalso l'interesse familiare, che ha costretto Vittorio ad indebitarsi ingentemente per acquisire le quote dei fratelli. Certamente, quando attuò tale operazione, Vittorio non avrebbe immaginato che qualche anno dopo una crisi mondiale lo avrebbe costretto a cedere la tanto amata azienda di famiglia ad un fondo di investimento straniero. Sarebbe, infatti, scorretto attribuire tutta la "colpa" della perdita del controllo di Safilo al Family Buy Out posto in essere da uno dei figli, ma è ragionevole affermare che tutte le vicissitudini successive riguardanti la governance dell'azienda sono il riflesso della strategia adottata nel 2001. Lo conferma anche il protagonista

di questa (triste) storia, Vittorio Tabacchi, in un'intervista al Corriere del Veneto del dicembre 2009, rispondendo come segue alla domanda "C'è qualche errore che oggi non rifarebbe?":

*«Non pagherei così tanto i miei fratelli. Questo è stato l'errore di base, nel senso che tutto parte da qui. Il loro desiderio era quello di vendere l'azienda, non ci tenevano a difenderla come io invece intendevo fare con tutte le mie energie. Non per caso, probabilmente, io ero l'unico a lavorarci dentro. Io gestivo Safilo ma, dato che le quote erano in parti uguali, loro con il 66% erano di fatto i padroni. Ho acquistato le loro parti, ho pagato molto di più del valore che avrebbero avuto da lì a pochi anni e questo è stato il peccato originale»*

Il "peccato originale", dunque, secondo Vittorio, è stata la liquidazione dei fratelli con un'ingente somma di denaro che è costata l'indebitamento prima della società veicolo e poi, grazie alla fusione per incorporazione, dell'operativa Safilo S.p.A..

Considerando la complessità dell'operazione e la scarsità di informazioni reperibili dall'esterno, è sicuramente riduttivo e semplicistico individuare la causa della cessione dell'azienda di famiglia nel lontano Family Buy Out del 2001. Infatti, per esprimere un giudizio accurato e pertinente sarebbe necessario esaminare anche l'operato e le responsabilità sulle strategie del management nel corso degli anni successivi, che hanno sicuramente contribuito al declino delle performance dell'azienda, fino all'intervento di un investitore istituzionale.

Tuttavia, a parere di chi scrive, la strategia adottata dal figlio interessato alla gestione è stata notevolmente influenzata dagli interessi personali e familiari, che hanno prevalso nella ricerca dell'equilibrio azienda-famiglia. Probabilmente, nel caso di Safilo, la scelta di porre in essere un'operazione così delicata ed "invasiva" è stata presa senza effettuare una corretta valutazione dal punto di vista della solidità finanziaria e della reale capacità di rimborsare il debito contratto. Infatti, come esposto nel capitolo precedente, il rischio connesso alle operazioni che prevedono un importante uso della leva finanziaria è proprio quello di non reggere il peso dell'indebitamento e sancire il fallimento delle stesse e, molto spesso, delle aziende operative coinvolte.

Nel caso analizzato, questo esito è stato fortunatamente evitato grazie alla struttura complessa e alla dimensione del Gruppo, che hanno permesso di avere un potere contrattuale con le banche finanziatrici sufficiente a rinegoziare le condizioni dei finanziamenti.

Vittorio è riuscito a salvare l'azienda dal fallimento tirandosi indietro di fronte alla necessità di una ricapitalizzazione e ponendo – forse troppo tardi – al primo posto l'interesse sociale, a discapito di quello personale/familiare. Con l'ingresso del fondo olandese, infatti, Safilo ha

potuto ristrutturare la propria posizione finanziaria ed organizzativa, contando su un partner solido che ha riportato in equilibrio la società.

Come evidenziato precedentemente, l'eccessivo coinvolgimento emotivo e la tendenza a piegare gli strumenti societari alle esigenze personali sono alcune delle distorsioni tipiche delle imprese familiari, spesso causa del fallimento dei processi di transizione generazionale. Alla luce dei fatti e delle motivazioni che hanno spinto i soggetti coinvolti ad attuare tale strategia, l'epilogo non poteva che essere il contrario di quello atteso: passaggio generazionale fallito e proprietà familiare ceduta.

Per Safilo, il Family Buy Out non ha rappresentato il miglior strumento per affrontare anticipatamente il fisiologico momento del passaggio generazionale, ma l'*extrema ratio* di un processo di rivincita personale, condotto da uno dei figli interessati alla gestione dell'azienda. Probabilmente, è di questo avviso anche Vittorio che conclude l'intervista al Corriere del Veneto con un'affermazione significativa, che suona quasi come un'ammissione di colpa: «È un esempio classico di come i peccati dei padri a volte ricadano sui discendenti».

## 5 CONCLUSIONI

L'obiettivo principale del presente elaborato è quello di approfondire le dinamiche delle imprese familiari, in particolare, in relazione alla gestione dei processi di transazione generazionale, al fine di analizzare quali siano le criticità di tale processo e le possibili soluzioni a disposizione degli imprenditori per affrontarlo al meglio.

Dall'analisi teorica proposta, emerge un profilo tipico delle imprese familiari, accomunate dalla continua ricerca dell'equilibrio – vitale per la loro sopravvivenza – tra interessi familiari e questioni imprenditoriali. Ciò che è stato messo in luce riguarda in particolar modo gli assetti proprietari e la struttura di governance delle imprese familiari, tutt'oggi caratterizzate dall'ingombrante presenza della famiglia, che molto spesso, prendendo il sopravvento, ne limita le traiettorie di sviluppo e la riuscita dei processi di transizione. È emerso, infatti, che nelle imprese familiari la governance non è definita da strutture formali e che gli organi di governo “tradizionali”, tipici delle aziende non familiari, vengono surclassati, *de facto*, dagli organi adibiti alla gestione degli interessi interni al nucleo familiare, quali ad esempio il Consiglio di Famiglia. Tale tendenza comporta la trasposizione all'interno della sfera familiare delle questioni aziendali, trattando queste ultime come “affari di famiglia” e, di conseguenza, affrontandole in contesti diversi – e di conseguenza meno idonei – da quello societario. Il coinvolgimento emotivo tipico delle *family firms* si rivela essere un rallentatore per i processi decisionali, poiché rende i soggetti eccessivamente coinvolti e, di conseguenza, meno lucidi e meno protesi all'interesse comune, facendo emergere fenomeni di opportunismo ed egoismo. Se, da un lato, le relazioni familiari rappresentano la fonte della coesione e dell'identità familiare sulla quale l'impresa potrà costruire il proprio vantaggio competitivo, dall'altro, se non vengono ben padroneggiate, possono sfociare in dissidi interni che causano episodi di disallineamento di interessi e perseguimento di obiettivi personali, soprattutto nei momenti più delicati di transizione. A tal proposito, la teoria della *stewardship* afferma che nelle *family firms* non sono necessarie le strutture formali di governance e di controllo tipiche delle imprese non familiari, in quanto il diffondersi di un profondo senso di appartenenza, anche tra i soggetti esterni al nucleo familiare, crea dei meccanismi di controllo informali, di matrice sociale, che limitano l'insorgere di fenomeni opportunistici. La realtà, tuttavia, dimostra che, nonostante vi sia una maggiore identificazione tra i soggetti e l'impresa, che semplifica il diffondersi di una generale convergenza di visione, l'allineamento di interessi tra tutti gli individui coinvolti non è garantito semplicemente dai meccanismi di controllo sociale, essendo un aspetto molto complesso delle imprese familiari e declinato secondo le peculiari caratteristiche delle stesse.

Infatti, in questo contesto, la divergenza di interessi e i fenomeni di opportunismo sono creati dall'asimmetria informativa tra i soci familiari ingeriti nella gestione ed i soci che vantano soltanto diritti di proprietà: spesso i primi pongono in essere operazioni che interessano l'economia di tutti i portatori di interessi a scopi meramente personali.

Tali criticità si presentano soprattutto durante i fisiologici processi di transizione, come il processo di ricambio generazionale, proprio quando l'impresa necessita maggiormente di unità di visione e direzione. A tal proposito, nel corso della trattazione è emersa l'esigenza, per la buona riuscita del passaggio del testimone, di pianificare per tempo tale momento, rivolgendosi a soggetti esterni in grado di apportare le competenze e l'imparzialità necessarie per concludere con successo il percorso. Il processo di programmazione del passaggio generazionale è fondamentale per la presa di coscienza da parte dei soggetti coinvolti dell'esigenza di un piano d'azione e, di conseguenza, per sventare l'eventualità di arrivare a tale momento impreparati ed affrontarlo improvvisando. È necessario, dunque, un continuo confronto tra il/i professionista/i e il nucleo familiare al fine di elaborare piani strategici idonei allo specifico contesto e scegliere lo strumento giuridico più adeguato. In tale contesto, la percezione di tale momento come fisiologico e non patologico è vitale per la sopravvivenza dell'azienda, che potrebbe giovare in termini di opportunità di sviluppo e traiettorie di crescita. Infatti, è emerso che, a seconda dell'orientamento di base (*family-centered*, *market-oriented* o *investor-centered*), le imprese familiari adottano diversi approcci alle strategie di internazionalizzazione ed innovazione, vivendo quindi il processo in questione come un limite piuttosto che un'opportunità.

Sono stati successivamente analizzati i principali strumenti per il ricambio generazionale, messi a disposizione dell'imprenditore dall'ordinamento giuridico italiano. In particolare, sono state esposte gli istituti di donazione, usufrutto e affitto d'azienda, il patto di famiglia, le operazioni straordinarie di scissione, conferimento d'azienda e costituzione delle holding di famiglia. Di tutti questi strumenti sono stati analizzati gli aspetti civilistici, i profili fiscali, i vantaggi e le possibili criticità che la loro adozione comporta, al fine di delineare un quadro di riferimento il più completo possibile delle possibili strategie attuabili. È evidente come la eterogeneità delle imprese familiari poco si presta ad individuare una strategia universale, idonea a tutte le realtà: è per questo motivo che risulta fondamentale la figura del professionista, in particolar modo qualora si opti per un'operazione straordinaria. Tale soggetto, oltre ad apportare le competenze tecniche tipiche della propria professione, assume il ruolo di confidente dell'imprenditore, il quale si aspetta che egli sia in grado di immedesimarsi nella sua figura, fornendogli anche

supporto psicologico. È stato altresì sottolineato come, a causa delle importanti responsabilità di cui viene rivestito e delle competenze specifiche che gli sono richieste, il professionista trascuri l'aspetto emotivo per concentrarsi piuttosto sulle *technicalities* che la strategia da implementare richiede. Ne deriva, dunque, l'esigenza di collaborare con altre professionalità, al fine di fornire un servizio integrato che tenga conto tanto degli aspetti prettamente economici quanto di quelli psicologici, oggi non più scindibili. Con riguardo alle soluzioni fornite, è emerso che le proposte che i professionisti offrono agli imprenditori per affrontare il passaggio del testimone non prevedono quasi mai l'inserimento di figure esterne, quali ad esempio i *temporary manager*, principalmente a causa del non trascurabile investimento economico che queste comportano.

Per completare il quadro degli strumenti a disposizione dell'imprenditore per affrontare il ricambio generazionale, è stata approfondita la fattispecie delle operazioni di Leveraged Buy Out, descrivendone la struttura e ponendo l'attenzione alle sue varianti familiari, ossia il Family Buy Out ed il Leveraged Cash Out. Queste due operazioni consistono nella costituzione di una società veicolo al fine di acquisire, attraverso mezzi di terzi, le quote o azioni una società target, e nella successiva incorporazione della società target nella società veicolo, in modo da rimborsare il debito contratto mediante i flussi di cassa prodotti dalla società incorporata.

Tali operazioni straordinarie sono motivate dalla intenzione di riorganizzare la società e la compagine proprietaria, ma spesso vengono poste in essere per ragioni che esulano la progettualità d'impresa, rappresentando soltanto potenti mezzi al servizio delle esigenze personali dei soggetti coinvolti. A causa della loro complessità e dell'opacità delle motivazioni che spesso le giustificano, queste operazioni sono state e sono tutt'ora sotto la lente d'ingrandimento dell'Amministrazione Finanziaria, la quale vi ravvisa profili di abuso del diritto. A tal proposito, sono stati analizzati i profili fiscali del FBO e del LCO, dimostrando come le argomentazioni utilizzate dall'Agenzia delle Entrate per definire il vantaggio fiscale conseguito "indebito" siano deboli e non considerino minimamente l'esigenza economica retrostante le operazioni in questione.

Nel corso della trattazione della fattispecie del Family Buy Out, inoltre, è stato analizzato come nemmeno le imprese familiari siano immuni dalla presenza di costi di agenzia, i quali si manifestano in particolar modo nella scelta della struttura di governance e degli strumenti per la gestione del ricambio generazionale. È emerso che tali operazioni, alcune volte, sono il risultato di fenomeni di conflitti di interessi tra i soci gestori ed i soci proprietari, in ragione dell'asimmetria informativa che ne causa la divergenza di visione strategica. In questi casi, le



operazioni vengono poste in essere come soluzione ultima ai problemi interni al nucleo familiare, per il fatto che non vi sia altro modo per appianare i dissidi tra i soci a causa dell'inefficienza dei sistemi di governance adottati. Viene quindi evidenziato come strumenti adibiti al servizio delle più nobili esigenze societarie, quali ad esempio le operazioni straordinarie, possano essere distolti dalla loro funzione principale e piegati agli scopi personali dei soggetti che li adottano.

Il presente elaborato, infatti, ha l'obiettivo di dimostrare come gli interessi individuali perseguiti dai nuclei familiari che gestiscono le aziende portino al fallimento delle operazioni poste in essere come "ultima spiaggia", senza reali ragioni economiche di matrice societaria, fino a causare il declino delle aziende stesse nei casi peggiori.

In particolare, qualora le strategie personali si concretizzino in complesse operazioni in grado di modificare gli assetti organizzativi e la struttura patrimoniale delle società, come ad esempio i Family Buy Out, è necessario che queste siano sostenute da un reale progetto imprenditoriale di fondo in grado di giustificare l'elevato rischio assunto a scapito della collettività, e non utilizzate soltanto come mezzo per raggiungere i propri interessi. Tali operazioni, infatti, si caratterizzano per il ricorso alla leva finanziaria, che consente ai soggetti coinvolti di acquisire il controllo della società target senza esborsare somme di denaro, consentendo loro di trasferire successivamente il debito contratto in capo alla società da incorporare. La *condicio sine qua non* dell'operazione, dunque, è la solidità finanziaria della target e la sua capacità prospettica di generare flussi di cassa idonei a ripagare il debito assunto. Tutte queste circostanze si configurano come modificative degli assetti societari e pertanto richiedono, *ex lege*, obblighi informativi stringenti ed approfonditi, al fine di garantire trasparenza ai soci di minoranza ed ai creditori delle società coinvolte. In tali operazioni, i suddetti obblighi informativi preventivi per la tutela delle minoranze e dei creditori vengono adempiuti dai professionisti, ai quali è richiesto un parere di congruità circa il progetto proposto dagli amministratori in modo da evitare di porre in essere operazioni giustificate da ragioni meramente personali. Tuttavia, a volte, l'elevata granularità delle informazioni preventive richiesta non è sufficiente a scongiurare operazioni volte ad assecondare gli interessi personali dei promotori, come accade nei casi di Family Buy Out in cui i familiari interessati alla gestione attuano tali strategie con l'obiettivo di liquidare i soci dissenzienti e ridefinire gli assetti proprietari in proprio favore.

Il caso aziendale analizzato risulta emblematico del quadro teorico esposto, dimostrando come il Family Buy Out sia stato utilizzato dai soggetti coinvolti come *extrema ratio*, come l'ultima spiaggia, di un processo di catarsi personale, trascurando completamente i riflessi dell'operazione sulla redditività delle società coinvolte. Inoltre, non sono stati considerati i

successivi impatti sulle variabili aziendali quali investimenti, governance e diversificazione dell'offerta, causando una notevole perdita di competitività per l'azienda. Infatti, a parere di chi scrive, tale operazione ha rappresentato per Safilo l'inizio della fine, dal momento che l'azienda ha dovuto, negli anni successivi, fare i conti con il retaggio dell'indebitamento e con l'inefficienza degli organi di governance fino ai giorni nostri, venendo limitata nelle sue traiettorie di crescita e sviluppo. L'epilogo non poteva che rivelarsi fallimentare su un duplice versante: quello finanziario, costringendo la società a molteplici rifinanziamenti e ricapitalizzazioni, e quello della governance, che ha visto la famiglia proprietaria perdere sia la tanto ambita proprietà sia la possibilità di gestione.

A parere di chi scrive, dunque, l'attuazione di operazioni straordinarie per la gestione dei processi di transizione, essendo strutturalmente invasive e modificative degli equilibri aziendali ed interessando l'intera molteplicità dei soggetti coinvolti nell'iniziativa imprenditoriale, non può essere giustificata da istanze particolari. Al contrario, esse devono essere il risultato di un processo di attenta valutazione e pianificazione, effettuato dall'imprenditore e da un team di consulenti, che consideri tutti gli aspetti coinvolti e gli impatti successivi sulle principali variabili aziendali.

## Bibliografia

- Alberti, F. G., 2013, Il passaggio generazionale nelle imprese artigiane familiari: profili gestionali e strategici, Quaderni di ricerca sull'artigianato, Fascicolo 1, Il Mulino
- Banca d'Italia, 2009, *Il private equity in Italia*, Questioni di Economia e Finanza, n.41
- Baschieri, G., 2014, L'impresa familiare. Fattori di successo ed evidenze empiriche sulle performance, E-book, Franco Angeli.
- Beghin, M., 2018, Diritto Tributario, Wolters Kluwer, Milano
- Björnberg, Nicholson, 2012, Emotional ownership: The Next Generation's Relationship with the family firm, *Family Business Review* 25(4) 374–390
- Brighi, P., Torluccio, G., 2008, Selezione e specificazione delle fonti di finanziamento nelle PMI in Italia, *Banca Impresa e Società*, Fascicolo 1, Il mulino – Rivisteweb, Bologna
- Buttignon, F., 2012, Leveraged Buy Out in *Dizionario di Economia e Finanza*, Treccani
- Caruso A., Palmucci, F., 2008, Scelte di finanziamento della crescita: indagine sulle PMI italiane, *Banca Impresa e Società*, Fascicolo 3, Il mulino – Rivisteweb, Bologna
- Casonato, S., 2020, La relazione dell'esperto nelle operazioni di Merger Leveraged Buy Out (MLBO), *Il Diritto degli Affari*, n. 1/20
- Cattaneo, C., Bassani, G., 2015, Sistemi di controllo nelle PMI familiari: una presenza possibile?, *Rivista Piccola Impresa/Small Business* – n.1
- Cesaroni, F. M., Sentuti, A., 2010, Nuove generazioni ed evoluzione dell'impresa familiare: la sfida della successione imprenditoriale. Analisi di alcuni casi di successo, *Rivista Piccola Impresa/Small Business* - n.2
- Cesaroni, F. M., Sentuti, A., 2014, Evidenze empiriche sul ruolo del dottore commercialista nella gestione del passaggio generazionale, *Rivista dei Dottori Commercialisti*, n. 2
- Chiesa, G., Palmucci, F., Pirocchi, I., 1/2009, La struttura finanziaria delle PMI: paradigmi e realtà, *Note e Ricerche*, Alma Mater Studiorum Università di Bologna
- Chrisman, J.J., 2019, Stewardship Theory: Realism, Relevance and Family Firm Governance, *Entrepreneurship theory and Practice*, Vol. 43(6) 1051-1066
- Ciambotti, M., 2011, *Aspetti di gestione strategica nelle imprese familiari*

- Consiglio Nazionale del Notariato, 2011, Profili Fiscali del passaggio generazionale d'impresa, Studio n. 36 -2011/T
- Consob, 2001, Documento di Offerta Pubblica di Acquisto ai sensi degli articoli 106 e 109 del Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 di azioni ordinarie di Safilo
- Consob, 2001, Documento di Offerta Pubblica di Acquisto Residuale ai sensi degli articoli 108 e 109 del Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 di azioni ordinarie di Safilo
- Corbetta, G., 1995, Le imprese familiari: caratteri originali, varietà e condizioni di sviluppo, EGEA, Milano
- Corbetta, G., 2010, Le aziende familiari – strategie di lungo periodo, EGEA, Milano
- D'Allura, G. M., Faraci, R., 2018, Le imprese familiari. Governance, internazionalizzazione e innovazione, Franco Angeli, Milano
- Davis, JH., Schoorman, FD., & Donaldson, L. (1997). Verso una teoria della gestione. *Academy of Management Review*, 22 (1), 20-47
- Davis, P., 1983, Realizing the potential of the family business, *Organizational Dynamics*. Periodicals Division
- De Massis, A., Di Minin, A., & Frattini, F. (2015). Family Driven- Innovation. *California Management Review*, 58(1), 5-19
- De Poli, M., 2016, Circolazione di Partecipazioni e Azienda, Convegno, Ordine dei Dottori Commercialisti Treviso, 23 settembre 2016
- Dell'Atti, A., 2007, Il passaggio generazionale nelle imprese familiari, Cacucci, Bari
- Demattè, C., Corbetta, G., 1993, I processi di transizione delle imprese familiari, Mediocredito Lombardo, Milano
- Favero, G., 05 dicembre 2009, «Troppi soldi ai miei fratelli, ecco il peccato originale» Safilo, Vittorio Tabacchi si confessa «Giorni difficili, soprattutto per mio figlio». *Corriere del Veneto*
- Ferrazza, D., 18 Giugno 2012, “Safilo, Vedovotto alla terza sfida dopo la perdita del marchio Armani”. *La Repubblica*
- Floreani, J., Polato, M., 2018, I sistemi di alert per le PMI nel nuovo contesto istituzionale. Gestione della crisi e riflessi sul rapporto banca-impresa, Quaderni di ricerca sull'artigianato, Fascicolo 3, Il mulino – Rivisteweb, Bologna

- Fondazione Italiana del Notariato, 2020, Il finanziamento dell'operazione: Family Buy Out - Patti di famiglia per l'impresa, 3 aprile 2020
- Fondazione Nazionale dei Commercialisti, 2020, Il patto di famiglia e il passaggio generazionale dell'impresa, CNDCEC
- Forestieri, G., 2014, I nuovi canali di finanziamento delle imprese. Minibond, Cartolarizzazioni, Capitali di rischio, Università Bocconi, Milano
- Gervasoni, A., Lanfranchi, V., 2015, Il modello di finanziamento delle PMI: sistema bancario, minibond, private equity e venture capital, Quaderni di ricerca sull'artigianato, Fascicolo 2, Il mulino – Rivisteweb, Bologna
- Gnan, L., Montemerlo, D., 2008, Le imprese familiari in Italia tra tradizione e novità: i risultati di una ricerca, EGEA, Milano
- Gubitta, P., 2018, Impresa familiare e temporary management, ImpresealCUOA n.41 del 19 marzo 2018
- Ivashina, V., Kovner, A., 2011, The Private Equity Advantage: Leveraged Buyout Firms and Relationship Banking, The Review of Financial Studies/ v 24 n.7
- Lansberg, I., 1983, Managing Human Resources in Family Firms: The Problem of Institutional Overlap, Organizational Dynamics. Periodicals Division
- Li, S. R., & Zuo, X. D., 2020. Agency Costs in Family Business: A Review. Journal of Service Science and Management, 13, 377-387
- Montecamazzo, C. F., 2012, Guida al passaggio generazionale nelle PMI, IPSOA, Milano
- Mussolino, D., 2008, L'impresa familiare: caratteri evolutivi e tendenze di ricerca, CEDAM, vol.39
- Odec Roma, 2020, Il leveraged cash out e l'abuso del diritto [online]. Disponibile su <<https://www.odcec.roma.it/files/ebook23042020.pdf>> [Data di accesso: 29/10/2020]
- Orlando, L., 2020, L'ora dei temporary manager [online]. Disponibile su <<https://www.ilsole24ore.com/art/l-ora-temporary-manager-ADIXh5d>> [Data di accesso: 25/10/2020]
- Osservatori Entrepreneurship & Finance, 2019, La finanza alternativa per le PMI in Italia, 2° Quaderno di Ricerca, Politecnico di Milano - School of Management
- Passeri, R., 2007, Valutazioni imprenditoriali per la successione nell'impresa familiare, Firenze University Press

- Perveraro, S., 2007, Private equity e aziende familiari, EGEA, Milano
- Porfírio, J.A., Felício, J.A., Carrilho, T., 2020, Family business succession: Analysis of the drivers of success based on entrepreneurship theory, *Journal of Business Research* 115, 250-257
- Pugliese, A., 2006, Assetti Proprietari e Meccanismi di Governance nelle Imprese Familiari Italiane, [online]. Disponibile su < <https://www.researchgate.net/publication/270891860> > [Data di accesso: 03/11/2020]
- Schickinger, A., Leitterstorf, M. P., Kammerlander, N., 2018, Private equity and family firms: A systematic review and categorization of the field, *Journal of Family Business Strategy* 9
- Safilo, 2019, Bilancio annuale 2019, [online]. Disponibile su < <http://investors-it.safilogroup.com/static-files/ec1b461e-7a1d-47db-9f22-7f50d765404b>> [data di accesso: 06/11/2020]
- Scotto, P., 2010, L'operazione di Leveraged Buy Out: una discussa opportunità di ristrutturazione aziendale, [online]. Disponibile su < <http://www.innovazionediritto.unina.it/archivionumeri/1004/scotto.pdf> > [data di accesso: 31/10/2020]
- Silvestri, M., 2005, The New Italian Law on Merger Leveraged Buy Outs: A Law and Economics Perspective, *European Business Organization Law Review* 6: 101-147
- Sironi, A., 2018, Il finanziamento delle PMI tramite il mercato dei capitali. Il ruolo di Borsa Italiana, Istituto Lombardo - Accademia Di Scienze E Lettere - Rendiconti Di Lettere
- Tambalo, M., 2020, Operazioni finalizzate al passaggio generazionale, *Settimana Professionale* n. 15 – 22 aprile 2020
- Università Bocconi, Family Buy Out: Analisi teorica e Casi pratici, Family Business Association
- Vallone C., 2009, Il passaggio generazionale nel family business ed i fattori strategici di successo per la continuità aziendale, Giuffrè, Milano
- Vola, P., 2012, La pianificazione del passaggio generazionale nelle family firms, Giappichelli, Torino
- Zhou, H., He, F., Wang, Y., 2017, Did family firms perform better during the financial crisis? New insights from the S&P 500 firms, *Global Finance Journal*

## **Sitografia**

AIdAF (a cura di) (2017), L'Osservatorio AUB sulle aziende familiari italiane, 9° Edizione, Milano, [Disponibile Online su: <http://www.aidaf.it>]

AIdAF (a cura di) (2018), L'Osservatorio AUB sulle aziende familiari italiane, 10° Edizione, Milano, [Disponibile Online su: <http://www.aidaf.it>]

Safilo [Disponibile Online su: [www.safilogroup.com](http://www.safilogroup.com)]

## **Giurisprudenza**

Cassazione Civile, Sentenza n. 10993 del 1995

Commissione Tributaria Provinciale Treviso, n. 144, 11 aprile 2018

## **Prassi**

Note e Studi Assonime n. 6 del 2016, sulla disciplina fiscale delle operazioni di (merger) leveraged buy out

Principio di diritto dell' Agenzia delle Entrate n. 20 del 23/07/2019

Circolare dell' Agenzia delle Entrate 6/E del 2016

Circolare dell' Agenzia delle Entrate 36/E del 2004