



UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA

DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI

"M.FANNO"

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

TESI DI LAUREA

**"LA SPAC COME OPPORTUNITÀ DI CRESCITA PER LE IMPRESE
FAMILIARI. IL CASO SIT S.p.A."**

RELATORE:

CH.MO PROF. FABRIZIO CERBIONI

LAUREANDO: GIOVANNI CIULLA

**MATRICOLA N.
1178931**

ANNO ACCADEMICO 2018 – 2019

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

RINGRAZIAMENTI

Prima di lasciare spazio all'elaborato, vorrei ringraziare tutte quelle persone che hanno contribuito direttamente e indirettamente alla realizzazione di questa tesi.

In primis, colgo l'occasione per ringraziare il relatore, il Professor Cerbioni, che ha contribuito proattivamente e costantemente in ogni fase di questo lavoro.

Ringrazio il Professor Buttignon, che mi ha permesso di entrare in contatto con la realtà imprenditoriale della SIT S.p.A. e, di conseguenza, il Dottor Giofrè, Chief Governance & Legal Officer della Società, grazie al quale l'elaborato ha indossato una veste empirica, originale e preziosa. Ringrazio altresì l'intero team del Dottor Giofrè, che ha contribuito attivamente alla redazione dell'elaborato.

Ringrazio la mia famiglia, che, da sempre, mi supporta su ogni mia scelta e che in questi cinque anni di vita universitaria si è rivelata un porto sicuro, onnipresente nei periodi di gioia e in quelli più difficili e spigolosi.

Ringrazio i miei amici, quelli veri, con i quali ho potuto condividere idee, paure, tensioni, riflessioni e considerazioni sulla stesura di questo scritto.

Infine, ringrazio me stesso, la mia tenacia e determinazione, che ad oggi mi hanno permesso di raggiungere importanti traguardi. Ed è proprio per questa ragione che dedico questo elaborato alla mia carriera passata, presente e futura.

INDICE

INTRODUZIONE.....	9
1. LA CORPORATE GOVERNANCE DELLE IMPRESE FAMILIARI.....	11
1.1 L'impresa familiare italiana: piccola o mal governata?.....	11
1.2 Impresa e famiglia: due valori in simbiosi.....	13
1.3 L'assetto proprietario	15
1.4 Il ruolo della governance.....	19
1.4.1 Il ruolo del Consiglio di Famiglia	24
2. CRESCITA E CONTINUITÀ DELLE IMPRESE FAMILIARI.....	27
2.1 Piccolo non è più bello.....	27
2.2 La crescita generazionale	28
2.2.1 Pianificare: il Patto di Famiglia	31
2.2.2 Gestire: assetto proprietario e manageriale.....	35
2.3 La crescita dimensionale	37
2.4 L'apertura della struttura societaria	41
3. LA SPECIAL PURPOSE ACQUISITION COMPANY	43
3.1 Evoluzione storica e diffusione della SPAC	43
3.2 I tratti distintivi.....	45
3.2.1 I promoters	46
3.2.2 L'Offerta Pubblica Iniziale	48
3.2.3 La società target	51
3.2.4 La business combination	54
3.3 L'esperienza italiana	57

4. SIT GROUP: LA PRECISIONE CONQUISTA LA SPAC	67
4.1 Introduzione al caso di studio	67
4.2 Il profilo del Gruppo	70
4.3 Storia e crescita dimensionale	72
4.4 Il business.....	75
4.5 Il passaggio generazionale	77
4.6 La quotazione in borsa	78
4.7 Considerazioni sul caso di studio.....	83
CONCLUSIONI.....	87
APPENDICE.....	91
RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI	95
SITOGRAFIA	105
LEGISLAZIONE	107

INTRODUZIONE

Il tessuto imprenditoriale italiano, da sempre, è caratterizzato dalla presenza di PMI a carattere familiare. Nel contesto economico, impresa e famiglia si presentano come due sub-sistemi che interagiscono tra loro, talvolta differendo ampiamente e, in altre circostanze, dando vita a strutture societarie eccellenti. Negli anni, troppe volte si è detto che le imprese familiari devono crescere ma, allo stesso tempo, poche volte ci si è chiesto perché il *Made in Italy*, pur essendo conosciuto in tutto il mondo, non ha dato origine alle grandi imprese. Partendo da questa considerazione, nel seguente elaborato si proverà ad identificare una variabile che potrebbe aver inciso e che continua ad incidere sulle varie opportunità di crescita dimensionale, come nel recente caso delle Special Purpose Acquisition Company.

Affinché ciò venga reso possibile, nel primo capitolo verrà analizzata la *corporate governance* delle imprese familiari, focalizzando l'attenzione sull'assetto proprietario, ed ossia sul controllo del capitale di rischio da parte degli azionisti, e sul ruolo strategico-decisionale, normalmente esercitato dell'organo amministrativo.

Nel secondo capitolo, verranno esposte le due principali sfide che ogni impresa familiare è chiamata ad affrontare: il passaggio generazionale e la crescita dimensionale. La successione imprenditoriale verrà analizzata focalizzando l'attenzione sull'importanza della pianificazione per la continuità aziendale. La crescita dimensionale, invece, verrà descritta come un qualsiasi processo di crescita che potrebbe essere influenzato dalla struttura della *corporate governance* di un'impresa familiare.

Il terzo capitolo, nella prima parte, tratterà le origini e la struttura delle Special Purpose Acquisition Company. Successivamente, il fenomeno verrà traslato nell'esperienza italiana, per comprendere se le realtà imprenditoriali italiane sono state e/o se potranno essere ammesse nei mercati regolamentati tramite il nuovo strumento di finanza innovativa. In tal senso, si procederà con un'analisi critica delle politiche di investimento, al fine di identificare eventuali relazioni di interdipendenza tra crescita dimensionale/generazionale e realizzazione della business combination tra SPAC e società target.

In ultima istanza, nel quarto capitolo, gli argomenti analizzati precedentemente verranno approfonditi da un punto di vista empirico, grazie al caso di studio della SIT S.p.A. In particolare, a seguito dell'analisi documentale e di un'intervista di profondità, verrà presentata l'esperienza business-oriented della famiglia de Stefani, che negli anni si è imposta dimensionalmente fino a giungere alla quotazione in borsa nel segmento MTA.

1. LA CORPORATE GOVERNANCE DELLE IMPRESE FAMILIARI

1.1 L'impresa familiare italiana: piccola o mal governata?

Le imprese familiari (o family firms, family businesses) non rappresentano soltanto una determinante fondamentale del sistema economico italiano (Ioso, 2013), ma sono anche esponenti di primario rilievo in tutto il resto del mondo (Alderson, 2011). Se è vero che in Italia queste ammontano al 93% sul totale delle imprese appartenenti al settore privato, va altresì sottolineato che le family firms rappresentano i 2/3 del business mondiale (Family Firm Institute, 2015; Neubauer, Lank, 1998). Tuttavia, le imprese familiari, oltre ad essere tanto numerose, sono anche molto differenti¹ tra di loro (Corbetta, Salvato, 2004): una delle caratteristiche distintive più importanti è la dimensione.

Generalmente, quando si fa riferimento alle imprese familiari si è spinti a pensare alle boutique di paese o a quelle imprese di piccole dimensioni in cui i parenti appartenenti alla medesima famiglia collaborano tra di loro. Una tale definizione, tuttavia, sarebbe certamente fuorviante e non considererebbe né l'elevato potenziale di crescita insito nelle imprese familiari né le multinazionali quotate sui mercati internazionali dei capitali², tra le quali, ad esempio, le italiane Amplifon, Barilla, Brembo e Ima. Le società appena citate, oltre a rappresentare le realtà italiane più performanti in Europa (Thomson Reuters, Credit Suisse Research, 2018), sono degli esempi di imprese familiari indipendenti di medie dimensioni che, insieme a quelle aggregate in costellazioni³ e a quelle di piccole dimensioni (Tabella 1), rappresentano il modello di *corporate governance* più diffuso in Italia (Zattoni, 2015).

Tabella 1 - Numero di imprese per classe di addetti - Anno 2016 (Valori assoluti e percentuali) Fonte: Istat, 2019

Dimensione d'impresa (n. addetti)	Totale	
	Imprese	%
1-9 (microimprese)	4.180.870	95,22%
10-49 (imprese di piccole dimensioni)	184.098	4,19%
50-249 (imprese di medie dimensioni)	22.156	0,50%
250 e oltre (grandi imprese)	3.787	0,09%
Totale	4.390.911	100%

45

¹ Dall'analisi delle caratteristiche delle imprese familiari emergerà l'elevata eterogeneità dell'istituto, sia in termini di dimensioni, che di assetti proprietari e governativi. Risulterà dunque difficile identificare una definizione omogenea di impresa familiare.

² Corbetta, G., *Le Imprese Familiari. Caratteri originali, varietà e condizioni di sviluppo*, EGEA, Milano, 1995.

³ Si tratta di piccole e medie imprese aggregate e legate da relazioni di collaborazione particolarmente intense ed esplicite. In Italia, le forme di aggregazione più diffuse sono rappresentate dalle imprese subfornitrici e dai distretti industriali (A. Zattoni, 2015. *Corporate Governance*. Egea editore).

⁴ L'Unione Europea fa chiarezza in merito ai criteri da utilizzare per distinguere le diverse tipologie di impresa. Uno di questi è la numerosità degli addetti. Vedasi: Unione Europea, 2015. *Guida dell'utente alla definizione di PMI*. Disponibile online su: <http://europa.eu>.

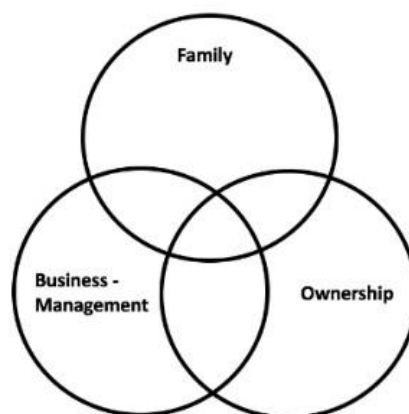
⁵ Va sottolineato che l'ISTAT computa separatamente tutte quelle aziende che, pur facendo capo allo stesso proprietario, sono giuridicamente distinte. Ciò comporta un ridimensionamento dell'importanza dei gruppi di imprese. I dati sopra proposti, dunque, pur mettendo in risalto l'elevata frammentazione che caratterizza il tessuto imprenditoriale italiano,

La tabella sopra riportata permette di delineare l'aspetto strutturale dell'economia italiana: un tessuto imprenditoriale caratterizzato dalla presenza di imprese di piccola e piccolissima dimensione con una governance di tipo familiare. Risulta quindi lecito chiedersi se la struttura dimensionale delle imprese sia in qualche modo influenzata dalle caratteristiche della loro *corporate governance*, al fine di *comprendere* quanto la struttura governativa incida sui processi di crescita delle imprese familiari italiane.

L'anglicismo "*corporate governance*" può essere tradotto in "governo delle imprese", ed ossia "*la struttura e il funzionamento della politica aziendale*" (Eells, 1960). In altre parole, si intende l'insieme di tutte quelle attività d'impresa che regolano la formulazione e il raggiungimento degli obiettivi prefissati, grazie alla pianificazione delle diverse strategie d'azione e la definizione di una struttura manageriale efficiente. Il concetto si presenta articolato ma mette in risalto due aspetti fondamentali, la proprietà e il management, che nelle imprese familiari vanno allineati con una terza variabile: la famiglia.

L'equilibrio tra famiglia, proprietà e management (Figura 1⁶), come si vedrà, caratterizza la governance delle imprese familiari, che differisce ampiamente dalle imprese no-family (Schulze et. Al., 2001), così come differenti sono anche le criticità tipiche di una family firm. Ciò perché la famiglia, in quanto espressione della cultura e dei valori condivisi dai familiari, assume un ruolo predominante e talvolta imprescindibile nella definizione degli obiettivi di crescita della propria impresa (Davis, 2001).

Figura 1 - Il modello dei tre cerchi del family business - Fonte: Tagiuri, Davis, 1978



sottostimano la reale dimensione delle imprese italiane. Vedasi: Cannari L., Gola C., La diffusione dei gruppi industriali in Italia, in: Balzarini P., Carcano G., Mucciarelli G., (a cura di), *I gruppi di società*, Milano, Giuffrè, 1996).

⁶"The Model identifies where key people are located in the system and think about different roles that family members have: being a family owner, or a family employee. These overlap areas in the Model indicate role overlaps and potential role confusion." (J. David)

1.2 Impresa e famiglia: due valori in simbiosi

Apparentemente, distinguere un'impresa familiare da una non familiare può sembrare semplice, soprattutto se si considera che a definire l'una rispetto all'altra è il concetto di famiglia. Impresa e famiglia si presentano come due sub-sistemi che interagiscono tra loro, talvolta differendo ampiamente e, in altre circostanze, condividendo dei valori in comune.

L'impresa, da sempre, si caratterizza per la sua vocazione alla produzione e allo scambio di beni e servizi al fine di garantire all'imprenditore un ritorno economico. Si tratta di un sub-sistema che risponde a logiche competitive, meritocratiche e razionali. La famiglia, invece, è quel nucleo sociale in cui le emozioni, gli affetti e il senso di protezione tolgono posto alla razionalità. È un sub-sistema in cui prevalgono regole e valori, come quello dell'uguaglianza, che differiscono dai bisogni e dagli obiettivi tipici di un'impresa. Per tali ragioni, l'impresa familiare viene considerata una *hybrid-identity-organization* (HIO) (Albert, Whetten, 1985).

Negli anni la simbiosi tra impresa e famiglia è risultata spesso vincente, generando delle realtà imprenditoriali che oggi sono leader mondiali in diversi settori economici⁷. Ciò perché pur mantenendo i propri tratti distintivi, i due sub-sistemi condividono gli ideali di crescita, di unione, creazione di valore e si sovrappongono alimentandosi reciprocamente con il passare del tempo (Corbetta, 1995). Il bilanciamento tra impresa e famiglia, data la loro natura ambivalente, può quindi dare origine a dei risultati positivi ma anche negativi, che generalmente scaturiscono dalla prevalenza di un sistema sull'altro (*business o family first*) (Reid et al., 1999).

Se la famiglia prevale sull'impresa si è in presenza di un sistema *family-oriented*. In questo caso, la famiglia prende il sopravvento sia sugli assetti proprietari che manageriali e perde di vista la sua funzione principale, ossia quella di guidare lo sviluppo dell'impresa. Le opportunità di crescita non vengono considerate e le risorse rimangono nelle mani della famiglia (Poza, Daugherty, 2014). Tale approccio è molto sviluppato in Italia e ha dato vita alla logica secondo la quale "famiglia ricca-impresa povera" (Demattè, Corbetta, 1993).

Quando invece le risorse finanziarie vengono investite nell'impresa (modello *business-oriented*) e l'azienda viene correttamente gestita dai membri della famiglia (e non), si assiste alla creazione di valore e allo sviluppo di ottime realtà imprenditoriali. L'approccio *business-oriented* richiede che le esigenze dei due sub-sistemi vengano gestite in autonomia e che le regole organizzative rispecchino gli interessi dell'impresa.

⁷ L'esempio per eccellenza di paternalismo familiare è rappresentato dall'italiana *Fabbrica d'Armi Pietro Beretta S.p.A.*. La società, tramandata per quindici generazioni, continua ad essere di proprietà della famiglia. Quest'ultima sta pianificando il sedicesimo passaggio generazionale e rappresenta un chiaro esempio di *family firm* da imitare. Vedasi: <http://www.beretta.com>.

Alcune ricerche empiriche hanno dimostrato che le prime generazioni tendono ad essere meno family-oriented rispetto alle successive generazioni, e che le imprese business-oriented crescono più facilmente (Dunn, 1996; Reid et al., 1999). Questo perché nella fase iniziale di un'impresa familiare si assiste ad una maggiore sovrapposizione tra impresa e famiglia e l'obiettivo primario è quello della crescita. Si potrebbe anche affermare che nel periodo di start-up è possibile non riscontrare alcun orientamento family o business-oriented, proprio perché si tratta di una fase primordiale in cui la famiglia è impegnata a creare le basi del proprio vantaggio competitivo.

Dunque, se è vero che il cosiddetto *institutional overlap* (Lansberg, 1983) inizialmente risulta quasi ininfluenza, lo stesso non potrà dirsi quando con il passare del tempo emergeranno le caratteristiche di un sistema imprenditoriale basato sui valori della famiglia e non su quelli dell'impresa. In particolare, in base a quanto sostenuto da Lansberg (1983), le principali difficoltà relative all'*institutional overlap* tra famiglia e impresa emergono in caso di:

- *Selezione*: sia in fase di assunzione che di passaggio generazionale l'impresa potrebbe essere propensa a preferire i propri familiari a discapito di soggetti professionalmente validi, al solo fine di riconoscere a tali soggetti i relativi poteri decisionali e/o gestionali. In questo caso, l'impresa rinunciarebbe a competenze qualificate, all'esperienza dei potenziali nuovi entranti e in generale alle varie opportunità di crescita;
- *Retribuzione*: la famiglia potrebbe far prevalere i propri bisogni di sviluppo individuali rispetto a quelli di crescita del business aziendale, rinunciando all'identificazione di veri e propri, ma soprattutto oggettivi, sistemi di retribuzione;
- *Valutazione*: per la famiglia i soci sono un fine e non un mezzo per il raggiungimento degli obiettivi dell'impresa. La famiglia esula dal differenziare i vari collaboratori e difficilmente tende ad identificare le prestazioni migliori. In questo senso, l'identificazione di soggetti esterni sia in sede di valutazione che in sede operativa potrebbe rivelarsi vincente;
- *Apprendimento*: i membri della famiglia potrebbero esseri spinti dal desiderio di migliorare e sviluppare i propri bisogni di apprendimento a discapito di quelli organizzativi. L'impresa rappresenta un'opportunità lavorativa per i familiari, mentre questi ultimi potrebbero non essere in grado di far fronte alle necessità (in termini di competenze manageriali e direzionali) di crescita dell'impresa.

Un primo obiettivo dell'impresa familiare pertanto deve essere quello di riconoscere la priorità dei bisogni imprenditoriali su quelli familiari, mantenendo comunque i punti di forza della gestione familiare al fine di raggiungere l'equilibrio ottimale dei due sub-sistemi.

1.3 L'assetto proprietario

Un'impresa familiare è caratterizzata dalla presenza di “*una o poche famiglie, collegate da vincoli di parentela, di affinità o di solide alleanze, [che] detengono una quota di capitale di rischio sufficiente⁸ ad assicurare il controllo dell'impresa*” (Demattè, Corbetta, 1993).

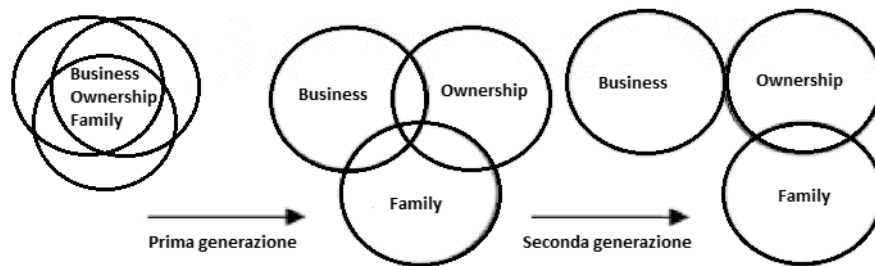
La definizione sviluppata dai due Autori italiani, pur non mettendo in risalto l'aspetto strategico-gestionale, permette di analizzare l'assetto proprietario di un'impresa familiare come segue (Corbetta, 1995):

- *Proprietà assoluta*: il capitale di rischio è posseduto da un unico soggetto;
- *Proprietà chiusa stretta*: il capitale di rischio è posseduto da pochi componenti della famiglia;
- *Proprietà chiusa allargata*: il capitale di rischio è posseduto da un ampio numero di componenti della famiglia;
- *Proprietà aperta*: il capitale di rischio è suddiviso tra soggetti che appartengono ad una famiglia e soggetti esterni e, nei casi limite, si arriva fino alla quotazione in borsa (Vola, 2012).

È possibile definire l'assetto proprietario come la distribuzione dei diritti di proprietà, sia amministrativi che patrimoniali, tra i vari stakeholders. L'impostazione tipica delle imprese familiari dovrebbe prevedere che la proprietà sia assoluta nella prima fase di vita della società e che diventi aperta con il trascorrere del tempo, per mezzo del passaggio generazionale o della crescita delle dimensioni aziendali (Gersick, Davis, Hampton, Lansberg, 1997). Infatti, l'esigenza di continuità e, di conseguenza, di crescita imprenditoriale e la necessità di replicare il vantaggio competitivo delle imprese rivali dovrebbero spingere l'impresa ad abbandonare gradualmente il controllo totalitario della società. Se così fosse, il modello dei tre cerchi (1978) si presterebbe ad essere letto in una prospettiva evolutiva (Figura 2).

⁸ Per quota di rischio sufficiente deve intendersi quanto previsto dalla recente disciplina prevista dal D.lgs. n. 90/2017. In particolare, stando alla definizione (incompleta) di impresa familiare fornita da Demattè e Corbetta (1993), l'effettivo titolare della società è colui che: in caso di società quotata detiene il 25% dell'assetto proprietario della società; oppure colui che detiene il controllo della società, in termini di “controllo di diritto” o “controllo di fatto” in base a quanto disciplinato all'art. 2359 c.c.

Figura 2 – Possibile evoluzione del modello dei tre cerchi Fonte: Gersick, Davis, Hampton, Langsberg, 1997.



In verità, il modello di governo aziendale⁹ tipico delle imprese italiane è quello *padronale* (c.d. sistema latino), in cui la struttura proprietaria è concentrata nelle mani della famiglia. Si tratta di un modello in cui - diversamente da quanto avviene nelle *public company* (o società ad azionariato diffuso, tipiche dei paesi anglosassoni) - si assiste all'accentramento tra proprietà e controllo, e in cui l'azionista ha un forte interesse ad esercitare direttamente il diritto di controllo sull'impresa e a gestirla. In altre parole, la concentrazione dell'azionariato permette all'imprenditore che presiede l'assemblea dei soci di definire "le regole del gioco", influenzando la nomina e la composizione dei membri degli organi di governo.

L'impostazione del modello padronale prevede che l'imprenditore persegua i propri obiettivi imponendo azioni o decisioni al management, senza correre il rischio che i manager abbiano l'intenzione di appropriarsi di alcuni benefici a danno degli azionisti (*teoria dell'agenzia*¹⁰) (Williamson¹¹, 1981). Di fatto, l'imprenditore potrebbe essere poco disposto al cambiamento e privo di competenze tali da poter intraprendere un qualsiasi processo di trasformazione dell'impresa (Zattoni, 2015). L'allineamento di proprietà e gestione nelle mani dei familiari potrebbe infatti rappresentare un limite alla crescita dimensionale dell'impresa per svariate ragioni:

⁹ A partire dall'inizio degli anni Novanta, gli studiosi hanno sviluppato diversi modelli di capitalismo che mettono in risalto gli elementi principali del sistema di governo delle diverse imprese: la proprietà, la composizione del CdA, etc. Vedasi: Airoldi G., 1993. *Modelli di capitalismo e modelli di impresa: schemi per l'analisi comparata*, Economia & Management.

¹⁰ Secondo la teoria dell'agenzia, l'assetto proprietario di un'impresa influenza il comportamento dei manager e, di conseguenza, la performance aziendale. Più nel dettaglio, quando l'azionariato è diffuso gli azionisti hanno un interesse marginale nella gestione dell'impresa e ciò permette ai manager di massimizzare la propria utilità, facendo leva sulle asimmetrie informative e gestendole a scapito degli interessi degli azionisti. Vedasi: Schulze, W. S., Lubatkin, M.H., Dino R.N., Buchholtz A. K., 2001, *Agency relationships in family firms: Theory and evidence*, in *Organization science*.

¹¹ Williamson (1981) sostenne che quando la proprietà e il management sono concentrati i conflitti tra managers e azionisti-proprietari dovrebbero scomparire. Vedasi: Williamson, O.E., 1981, *The modern corporation: origins, evolution, attributes*, *Journal of Economic Literature*, 19, 1537-68.

- *La scarsità di capitali*: uno studio condotto da Claver et al. (2009), mette in risalto l'elevato ricorso all'auto-finanziamento da parte delle imprese familiari, le quali preferiscono evitare l'adozione di modalità di entrata a elevato livello di commitment (quotazione in borsa e/o ricorso a soggetti estranei alla famiglia);
- *L'insufficienza delle competenze*: talvolta le imprese potrebbero necessitare di assumere manager esterni, che permettano all'impresa di poter vantare di nuove conoscenze e competenze. Non tutti i membri della famiglia hanno innate capacità imprenditoriali e gestionali, ed è altresì indispensabile riconoscere l'esigenza di nuove professionalità che affianchino i membri della famiglia nelle posizioni manageriali chiave (Sirmon et al., 2008);
- *L'impossibilità di accedere in nuovi mercati*: i manager o proprietari non familiari possono essere utili anche per il conseguimento della cosiddetta legittimazione locale dell'entrata internazionale (Fernández, Nieto, 2005);
- *L'incapacità di gestire situazioni complesse*: l'evidenza empirica dimostra che nelle piccole imprese a proprietà concentrata il leader familiare determina performance nettamente superiori (+1,4 ROI rispetto alle imprese controllate da non familiari), ma che nelle grandi imprese a proprietà allargata sono i professionisti esterni a garantire dei risultati migliori (Corbetta, 2010).

In base a quanto dimostrato da un'analisi condotta da Aidaf (2006), a rinunciare al controllo totalitario o di maggioranza sono proprio quelle imprese familiari che intendono perseguire l'obiettivo di sviluppo delle proprie realtà imprenditoriali. Ciononostante, l'interesse al controllo totalitario dell'impresa fa sì che la proprietà delle imprese familiari italiane tenda a rimanere chiusa, che la crescita della struttura dimensionale venga bloccata e che diventi sempre più difficile per i familiari, e ancor di più per i fondatori¹², aprire il capitale di rischio a soggetti esterni (investitori istituzionali o altri soggetti privati interessati ad investimenti di medio-lungo termine). I dati dall'ultimo report dell'Osservatorio AUB¹³ (2018), confermano quanto sia forte l'interesse delle famiglie italiane al controllo delle proprie imprese.

¹² A tal riguardo, la letteratura che dimostra quanto sia difficile per i fondatori abbandonare le redini della propria impresa è vasta. In questi casi si parla di “*generational shadow*” (Davis, Harveston, 1999) o “*founder centrality*” (Crittenden, Athanassiou, Kelly, 2000). La motivazione principale va riscontrata nel desiderio di continuità del fondatore; in particolare, nel continuare ad essere fedeli alla mission e vision originali dell'impresa. Talvolta, tuttavia, l'immistione nella gestione della società da parte del fondatore è eccessiva, tanto da impedire alle nuove generazioni di prendere le proprie decisioni sul futuro dell'impresa e di perseguire gli obiettivi di crescita (Alderson, 2011).

¹³ L'Osservatorio AUB, da 10 anni, prosegue il monitoraggio delle strutture, delle dinamiche e delle performance di tutte le aziende familiari italiane con ricavi superiori ai 20 milioni di euro. L'ente adotta la definizione di impresa familiare fornita da Demattè e Corbetta (1993).

Figura 3 - L'assetto proprietario delle imprese italiane – Dati 2014 - Fonte: Rapporto finale Osservatorio AUB, 2017.

ASSETTO PROPRIETARIO	PICCOLE *		MEDIO-GRANDI **		TOTALE	
	N	%	N	%	N	%
Familiari	6.149	70,5%	4.242	59,2%	10.391	65,4%
Filiali di Imprese Estere	1.181	13,5%	1.494	20,9%	2.675	16,8%
Coalizioni	450	5,2%	476	6,6%	926	5,8%
Cooperative e Consorzi	533	6,1%	382	5,3%	915	5,8%
Statali/Enti locali	255	2,9%	347	4,8%	602	3,8%
Controllate da Fondi di Inv./PE	91	1,0%	158	2,2%	249	1,6%
Controllate da Banche/Assicurazioni	47	0,5%	61	0,9%	108	0,7%
Controllate da Fondazioni	11	0,1%	1	0,0%	12	0,1%
Public companies	0	0,0%	2	0,0%	2	0,0%
Totale	8.717	100,0%	7.163	100,0%	15.880	100,0%

* Piccole: aziende con fatturato compreso tra 20 e 50 milioni di euro alla fine del 2014 (fonte: Aida).

** Medio-grandi: aziende con fatturato superiore a 50 milioni di euro alla fine del 2014 (fonte: Aida).

Come si evince dai dati sopra esposti (Figura 3), su un campione di circa 16.000 imprese, i 2/3 presentano un assetto proprietario familiare, la cui incidenza diventa sempre più marcata al diminuire della dimensione del fatturato prodotto. Ciò, probabilmente, perché per l'imprenditore "di lungo corso" (Corbetta, 2010) l'azienda è come un figlio, il cui controllo va tramandato ad uno o più componenti della propria famiglia (fenomeno del *nepotismo*¹⁴), e non a soggetti estranei.

All'inizio del seguente paragrafo è stata proposta una classificazione di imprese familiari basata sul numero dei soci familiari e non familiari coinvolti negli assetti proprietari. Tuttavia, dai dati appena analizzati è emerso che in realtà le imprese familiari italiane presentano un assetto proprietario tendenzialmente chiuso e condiviso tra i vari componenti della famiglia. Se si considerano congiuntamente le diverse generazioni e il numero di soci familiari presenti negli assetti proprietari, è possibile individuare family firms controllate o da un unico soggetto (*controlling owner* o azionista dominante) o da un gruppo di sorelle e fratelli (*sibling partnership*) o da un gruppo di cugini (*cousin consortium*) (Alderson, 2011). Oltre all'identificazione di una possibile¹⁵ relazione diretta tra numero di generazioni e numero di familiari, una tale classificazione può tornare utile per comprendere quanto la complessità delle tre forme proprietarie sia strettamente legata al numero di generazioni che si susseguono in una family firm.

In presenza di un assetto *controlling owner* le problematiche sono medesime a quelle già analizzate in caso di proprietà assoluta e sovrapposizione di proprietà e controllo nelle mani di un'unica persona. Un tale assetto può risultare utile solo nelle prime fasi di vita di un'impresa, in

¹⁴ Jones, R., G., *Nepotism in organizations*. New York: Routledge/Taylor & Francis Group, 2012.

¹⁵ Sebbene nelle prime fasi di vita la maggior parte delle imprese presenti una struttura proprietaria concentrata nelle mani di un'unica persona, tale affermazione non può certamente ritenersi assoluta. È infatti possibile che le imprese vengano costituite e controllate da familiari appartenenti a diverse generazioni e dunque da combinazioni di padre-figlio, cugini etc. Allo stesso modo, è possibile che la struttura proprietaria di un'impresa familiare rimanga statica per diverse generazioni, per esempio in caso di disinteresse di alcuni membri della famiglia nel controllare la società o per decisione del fondatore di trasmettere la proprietà dell'impresa all'erede più competente (Gersick, Davis, Hampton, Lansberg, 1997).

quanto garantisce flessibilità e rapidità di adattamento alle esigenze del mercato. Con il tempo, però, la crescita dimensionale e la complessità del mercato potrebbero essere tali da rendere insufficiente il controllo totalitario. Nel *sibling partnership* le principali criticità possono derivare da una mancata pianificazione del passaggio generazionale e dalla difficoltà di mantenere saldi gli ideali di unità e coesione insiti nell'impresa, oltre che dal saper equilibrare gli interessi ed il potere riconosciuti ai diversi eredi. Infine, nel *cousin consortium* l'elevata complessità strutturale potrebbe causare l'erosione del principio primario dell'impresa, sia per la numerosità dei membri della famiglia che per esigenze e priorità divergenti (Lansberg, 1999). Una possibile soluzione a tali problemi potrebbe essere rappresentata da un'accurata pianificazione degli interessi dei sub-sistemi impresa e famiglia e dall'apertura del capitale di rischio a soggetti esterni.

Rendere la proprietà di un'impresa familiare aperta, infatti, non significa cedere il controllo, ma potrebbe rivelarsi un'ottima via di mezzo per soddisfare gli obiettivi di crescita pur continuando a controllare l'impresa. Il controllo, inoltre, non dipende soltanto dai diritti di proprietà (in termini di numero di azioni o di quote partecipative), ma dipende anche dai diritti di voto, che possono essere influenzati dalle categorie di azioni speciali o dai diritti particolari riconosciuti alla famiglia rispetto agli altri stakeholder. In quest'ottica si inserisce il modello dell'*impresa consociativa* (c.d. modello renano, tipico di paesi come la Germania e il Giappone), che dimostra come la struttura azionaria, pur essendo frazionata, rimane comunque nelle mani di un azionista di controllo¹⁶ che governa l'impresa e ne influenza le decisioni.

Di conseguenza, è possibile affermare che non è semplicemente il controllo, ed in particolare la cessione di quote di minoranza, a porsi come limite all'apertura del capitale a soci non familiari, quanto piuttosto l'ingerenza di tali soggetti negli assetti decisionali e manageriali.

1.4 Il ruolo della governance

Una analisi completa delle caratteristiche dell'impresa familiare non può non considerare l'aspetto strategico-gestionale. In tal senso, sono numerosi gli Autori che hanno scelto di adottare un approccio multi-variabile per identificare una family business. Uno tra i tanti è Davis (1983), secondo il quale:

¹⁶ In Giappone e in Germania il peso delle famiglie è più basso rispetto al caso italiano. I principali azionisti, infatti, sono rappresentati da imprese industriali e dalle banche (Zattoni, 2015). Tuttavia, da una ricerca empirica sulla struttura azionaria delle imprese tedesche, è emerso che nelle imprese private quotate il primo azionista controlla più del 50 per cento dei diritti di voto. Vedasi: Barca F., Becht M. (a cura di), *The control of corporate Europe*, Oxford, Oxford University Press, 2001.

“Family firms are those whose policy and direction are subject to significant influence by one or more family units. This influence is exercised through ownership and sometimes through the participation of family members in management”.

L'Autore, oltre a confermare che il controllo può essere esercitato in presenza di un'*influenza significativa*¹⁷, e che quindi non è necessario essere in possesso della totalità del capitale di rischio, sottolinea anche l'importanza della partecipazione della famiglia nel management.

La gestione di un'azienda è fondamentale per il conseguimento di performance positive, e lo è ancora di più in un contesto in cui si verifica la sovrapposizione tra famiglia e business. Infatti, come è stato discusso nei paragrafi precedenti, l'equilibrio degli interessi dei due sub-sistemi è indispensabile per il sano sviluppo dell'attività imprenditoriale.

Generalmente gli assetti di governo delle imprese a conduzione familiare vengono definiti tendenzialmente “inerziali”¹⁸ (Airoldi, Forestieri, 1998), ed ossia caratterizzati da un certo livello di stabilità¹⁹. Ciononostante, deve ritenersi necessaria una costante attività di formalizzazione²⁰, che permetta di monitorare tutte quelle situazioni in cui gli interessi delle famiglie proprietarie (*family governance*) prevalgono sulla logica e sulle esigenze aziendali (*corporate governance*). In altri termini, la governance si prefigge l'obiettivo di assicurare che nelle relazioni di impresa non vengano adottati comportamenti opportunistici²¹ (Sicoli, 2008).

La formalizzazione, che trova espressione nello Statuto aziendale, richiede l'individuazione dei membri degli organi di governo, che contribuiscono personalmente alla determinazione dell'indirizzo di governo economico e rappresentano gli interessi di tutti gli stakeholder (Corbetta, Salvato, 2004). Il ruolo, la struttura e la composizione dei vari organi sono generalmente influenzati dalla dimensione e dalla complessità del business.

¹⁷ La definizione fornita da Davis (1983), pur presentando la lacuna di non definire il concetto di *influenza significativa*, risulta completa in relazione a quanto previsto dal D.lgs. n. 90/2017. Infatti, il decreto estende l'identificazione dell'effettivo titolare della società, oltre che ai criteri di assetto proprietario e “controllo di diritto” o “controllo di fatto”, ai criteri di: “controllo contrattuale” ai sensi dell'art. 2359 c.c.; titolarità dei poteri di amministrazione o direzione della società.

¹⁸ Airoldi (1998) si sofferma sul concetto di “*naturale inerzia degli assetti istituzionali*”. Gli assetti istituzionali vengono considerati come il frutto di una combinazione di equilibri e di potere all'interno dell'impresa, e solo chi la dirige può modificarne le “regole del gioco” con un potenziale svantaggio nella redistribuzione del potere.

¹⁹ Airoldi et Al (1998) affermano che gli assetti istituzionali di un'impresa familiare godono di una certa stabilità, e che questa viene meno in caso di eventi particolarmente delicati, come il passaggio generazionale o il ricambio di proprietà, per poi tornare ad essere stabile.

²⁰ Per formalizzazione deve intendersi quel “*sistema di regole che definiscono i diritti e i doveri che spettano a ciascun membro dell'organizzazione, nelle diverse posizioni occupate ed al sistema di procedure che ne guidano il comportamento nelle concrete situazioni di lavoro*” (Hall, 1963).

²¹ Alcuni di essi sono già stati evidenziati in tema di *institutional overlap*, vedasi paragrafo 1.2

Nelle società a proprietà aperta, dove si assiste alla compresenza di azionisti familiari e non, la necessità di formalizzazione è maggiore. In queste società si verifica il decentramento verticale dei poteri di gestione, che vengono riconosciuti ad amministratori indipendenti (Dell'Atti, 2007), e diventa essenziale introdurre sistemi di tutela dei soci di minoranza e includere livelli minimi di *disclosure* (Corbetta, Tomaselli, 1996). I vari organi di governo assumono vesti più formali e gli incontri, generalmente, sono frequenti.

In determinate circostanze, la famiglia potrebbe altresì ritenere necessario costituire un comitato consultivo (o *advisory board*), ed ossia un organo di matrice familiare volto ad integrare le competenze e le conoscenze degli amministratori esterni (Ward, 1988). Si tratta di un organo che viene istituito a seguito della decisione di includere negli organi di governo dei soggetti esterni, i quali potrebbero garantire competenze manageriali, strategiche, finanziarie e/o conoscenze dei mercati internazionali. Il comitato ha la funzione di sopperire alla carenza di competenze dei familiari, pur garantendo loro di continuare ad avere voce in ambito gestionale.

Come sottolineato nel paragrafo precedente, le società a proprietà aperta tendono a corrispondere alle società quotate nel mercato azionario. Queste società sono chiamate a rispettare le raccomandazioni dei codici di autodisciplina dei mercati borsistici, che richiedono la costituzione di comitati e la presenza di soggetti indipendenti (agli affari d'impresa) negli organi di governo. Estremizzando l'importanza dei codici di autodisciplina, si potrebbe azzardare ad affermare che, in assenza di tali regolamentazioni, le famiglie potrebbero essere spinte dall'interesse di continuare a monopolizzare le proprie imprese.

Nelle imprese familiari a proprietà concentrata, infatti, l'esercizio dei diritti di governo trova un limite negli interessi dei membri della famiglia. La governance tende a presentarsi semplice ed informale e la gestione dell'impresa si traduce in una traslazione della gerarchia familiare, in quanto l'attività aziendale viene vista come un affare di famiglia (Cristiano, Sicoli, 2012). In particolare, nei primi anni di vita dell'impresa familiare non si rileva la presenza degli organi di governo, o comunque vengono costituiti per meri adempimenti burocratici (Zattoni, 2015). In questa fattispecie, i Consigli di Amministrazione, o meglio detti *paper board*, si riuniscono una o due volte l'anno al solo fine di approvare i bilanci, deliberare la distribuzione di dividendi o per concludere altre procedure che richiedono l'approvazione del Consiglio di Amministrazione²² (Bettinelli, 2011).

²² Il Consiglio di Amministrazione (o CdA) è l'organo di gestione tradizionale disciplinato dal codice civile. Può avere una forma collegiale o essere rappresentato da un unico membro, l'amministratore unico. L'organo di gestione viene affiancato da un organo di controllo, il collegio sindacale, che vigila sull'osservanza della legge e dello Statuto, e dall'assemblea degli azionisti. Con la riforma del 2003, inoltre, sono stati previsti due ulteriori modelli di governance: il sistema dualistico e il sistema monistico. Il primo si ispira al modello renano ed è strutturato su un Consiglio di

Con il passare del tempo, invece, gli organi di governo risultano composti esclusivamente da familiari (Vola, 2012), che assumono simultaneamente i ruoli di manager, presidenti e soci (se non proprietari) dell'impresa (Baschieri, 2014). Come dimostra l'evidenza empirica (Miller et al., 2007), tale atteggiamento si verifica soprattutto nelle generazioni successive alla prima, in quanto i legami affettivi spingono i membri della famiglia ad eleggersi a vicenda nei vari organi di governo, ma soprattutto nel CdA.

Una parte della letteratura percepisce di buon occhio la composizione degli organi di governo con i soli membri della famiglia, in quanto la sovrapposizione delle funzioni dirigenziali e manageriali dovrebbe garantire l'allineamento degli interessi della famiglia con quelli dell'impresa (*teoria della stewardship*) (Gersick et al., 1997). In questo modo, si eviterebbero i costi di agenzia e la soddisfazione dei manager dipenderebbe dal perseguimento dell'interesse imprenditoriale. La teoria, tuttavia, potrebbe dirsi valida per la prima generazione, ed ossia fin quando l'impresa risulta ancora piccola e la struttura organizzativa poco complessa. Soltanto in questa fase la famiglia potrebbe essere spinta a non costituire o non formalizzare i sistemi di governance, in quanto ritenuti "inutili" o comunque ininfluenti alla gestione degli assetti organizzativi.

Deve invece essere indubbio che le stesse conclusioni non possono essere tratte per il medio-lungo periodo. Negli anni la sovrapposizione dei due sub-sistemi rende indispensabile un allargamento degli assetti direzionali, in particolar modo se si pensa che prima o poi l'impresa si troverà costretta a dover crescere per restare competitiva e quindi continuare ad operare sul mercato e a dover gestire il passaggio generazionale (Neubauer, Lank, 1998). Infatti, i casi che dimostrano quanto la mancanza di un leader di riferimento sia causa di lotte inter-familiari²³ non sono pochi, e spesso si concludono con cruciali ricadute sulla sopravvivenza dell'impresa di famiglia (Cristiano, Sicoli, 2012).

Le stesse considerazioni devono essere fatte per tutte quelle situazioni in cui si verifica la commistione di ruoli in capo ad uno o pochi familiari. Tale sovrapposizione di ruoli, infatti, potrebbe essere fonte di conflitti, inefficienze nella supervisione della società e nell'identificazione delle azioni strategiche (Gersick et Al, 1997; Bettinelli, 2011).

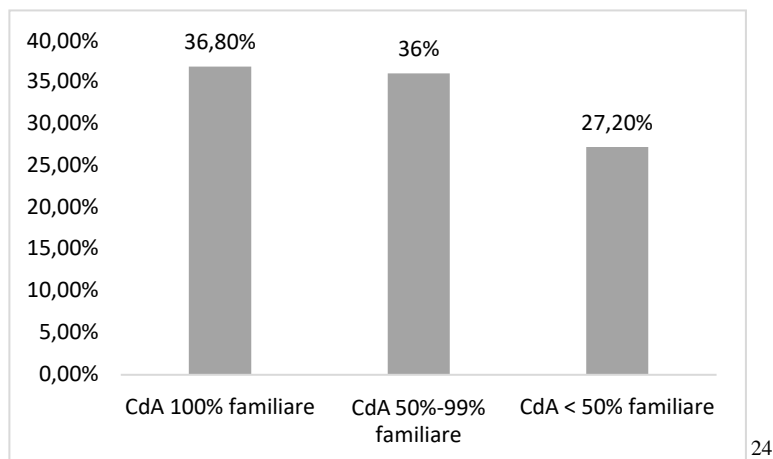
Il profilo delle imprese familiari italiane presenta i tratti appena descritti. In base a quanto sostenuto dall'Associazione italiana delle aziende familiari (Aidaf, 2014), in Italia il 66% delle

Sorveglianza e un Consiglio di Gestione. Il secondo, invece, prevede un Consiglio di Amministrazione e un Comitato per il controllo sulla gestione. I due nuovi modelli, tuttavia, ad oggi vengono poco utilizzati (Mirone, Sanfilippo, 2018).

²³ Si pensi, per esempio, alla storia dei fratelli Dassler e alle loro società: Adidas e Puma. I due fratelli ereditarono dal padre la società di scarpe sportive, ma a causa dei conflitti interpersonali decisero di competere uno contro l'altro nello stesso settore e per diversi anni continuarono a non rivolgersi la parola (Gordon, Nicholson, 2008; Smit, 2008).

imprese familiari detiene tutto il management composto da componenti della famiglia. Questa situazione in Spagna si riscontra nel 33% delle family firms, in Francia nel 26% ed in UK solo nel 10%. Il dato trova conferma anche nella recente analisi condotta dall'Osservatorio AUB (2018) che analizza la presenza dei familiari nel Consiglio di Amministrazione (Figura 4).

Figura 4 - Presenza dei membri della famiglia nel CdA - Fonte: Elaborazione propria su dati Osservatorio AUB, 2018



I dati sopra esposti dovrebbero far riflettere, soprattutto se si considera che circa il 70% delle imprese presenta CdA quasi del tutto composti da familiari. L'introduzione nel Consiglio di Amministrazione di soggetti autonomi ed indipendenti, anche da vincoli affettivi o di altra natura, potrebbe invece essere fonte di crescita e garantire una corretta gestione dei conflitti che vengono a crearsi tra i familiari. Un sistema di leadership condiviso e il coinvolgimento di più persone permetterebbe lo sviluppo di una gestione più collegiale, meno legata alle intuizioni del fondatore o di un gruppo ristretto di familiari.

In tal senso, in base a quanto rilevato dai risultati dell'Osservatorio AUB (2017), le family firms con almeno un consigliere esterno alla famiglia crescono di più e registrano una redditività superiore rispetto alle imprese con un CdA composto da soli membri della famiglia. Inoltre, un CdA composto da membri non appartenenti (solo) alla famiglia aumenta la probabilità che le imprese concludano una acquisizione o un investimento diretto estero (IDE). Quest'ultimo aspetto risulta molto interessante, soprattutto se si considera che nei prossimi anni le imprese familiari italiane, per restare competitive, dovranno realizzare operazioni di crescita per linee esterne e avviare strategie di internazionalizzazione (Corbetta, 2010).

²⁴ Il dato è relativo alle sole imprese familiari con fatturato superiore a 50 mln di euro. Ciononostante, un tale risultato deve far riflettere, soprattutto se si considera quanto sostenuto dalla letteratura in merito alle caratteristiche delle società padronali. In particolare, sembra lecito affermare che al diminuire della dimensione dell'impresa familiare, la presenza dei membri della famiglia nel CdA tenderà ad aumentare.

È evidente che il sistema economico italiano soffra di un'anomalia, ed ossia un gap culturale legato alla combinazione di proprietà, gestione e dimensione dell'impresa. La concentrazione totalitaria della proprietà e della gestione nelle mani dei familiari fa sì che lo sviluppo delle imprese venga limitato e che quest'ultime, per inerzia dei familiari, vengano condannate a rimanere piccole. Come sostiene anche parte della dottrina (Corbetta, Salvato, 2004), il processo di sviluppo delle imprese richiede la costituzione di organi di governo e l'allargamento del team direzionale ai cosiddetti *outsider* o *non-family manager*. In altre parole, affinché la crescita venga alimentata è necessario che si assista alla separazione tra la generalità dei proprietari e quella parte gestionale che decide le sorti dell'impresa. Infine, una corretta gestione dell'impresa potrebbe altresì richiedere l'adozione di ulteriori organi, come il Consiglio di Famiglia e l'applicazione di *guidelines* sulla gestione mirate alla regolamentazione dei comportamenti che devono essere adottati dalle famiglie, in termini di qualifica, numerosità, dimensione, turnover e leadership dei vari componenti (Cristiano, Sicoli, 2012).

1.4.1 Il ruolo del Consiglio di Famiglia

Nel paragrafo precedente, è stata messa più volte in evidenza l'importanza della costituzione degli organi di governo in un'impresa familiare. Allo stesso modo, è stato sottolineato come talvolta siano proprio i rapporti tra i vari componenti della famiglia a risultare nocivi per la sopravvivenza dell'impresa. Per tale ragione, alcune imprese oltre a dotarsi degli strumenti di governo previsti dal legislatore, ricorrono a delle ulteriori forme idonee per gestire la famiglia (Lansberg, 1988): il *Consiglio di Famiglia* e i *Family Business Meetings* ne sono un esempio. Quest'ultimo veicolo di comunicazione non sarà oggetto di specifica trattazione; basti sapere che i *Family Business Meetings* sono riunioni che coinvolgono soltanto i membri della famiglia attivi nelle operazioni d'impresa di tutti i giorni (Walsh, 2011).

Il Consiglio di Famiglia è un organo di solito composto da tutti²⁵ i membri della famiglia²⁶ presenti in azienda, e può essere definito come quel luogo e/o quel momento in cui i familiari possono comunicare tra loro ed esprimere il proprio pensiero rispetto agli affari d'impresa (Alderson, 2011). In altri termini, è il Consiglio di Amministrazione della famiglia (Koeberle-Schmid, Kenyon-Rouvinez, Poza, 2014). La comunicazione e la condivisione delle idee in merito a come si intende gestire l'azienda sono fondamentali, soprattutto se si considera che i familiari possono avere dei punti

²⁵ Per *tutti* devono intendersi: i coniugi dei soci e i membri più giovani della famiglia, anche se non detengono quote di capitale dell'impresa.

²⁶ A seguito del passaggio generazionale i membri della famiglia potrebbero iniziare ad essere troppi. Per tale ragione, al fine di garantire il corretto funzionamento dell'organo, potrebbe diventare necessario individuare alcuni rappresentanti o stabilire dei criteri di rotazione tra i membri del Consiglio (Buzzavo, Gatto, 2012).

di vista differenti. Inoltre, la diffusione dei valori e degli ideali dell'impresa familiare può anche rivelarsi utile per pianificare il passaggio generazionale (Walsh, 2011).

L'importanza del Consiglio di Famiglia diventa sempre maggiore con l'apertura del capitale sociale a soggetti esterni, in quanto permette di mantenere l'unitarietà familiare, che inevitabilmente viene meno con l'ingresso di altri soci all'interno della compagine societaria (Buzzavo, Gatto, 2012). Le funzioni del Consiglio di Famiglia possono essere così sintetizzate (Habbershon, Astrachan, 1997):

- *stabilire i rapporti che intercorrono tra famiglia e impresa*: il Consiglio di Famiglia può rivelarsi sia uno strumento utile a scongiurare l'approccio paternalistico adottato dai familiari, che fonte di scelte razionali e professionali (Alderson, 2011);
- *gestire eventuali conflitti inter-familiari*: la discussione di possibili problemi in sedi diverse dal CdA o dall'assemblea dei soci, permette di tenere distinte le problematiche familiari da quelle imprenditoriali;
- *individuare il grado di coinvolgimento dei familiari nell'attività imprenditoriale*: tale funzione permette di individuare dove si collocano i vari familiari all'interno del modello dei tre cerchi (1978);
- *scegliere quali familiari nominare in ruoli gestori*: il Consiglio di Famiglia può rivelarsi uno strumento di pianificazione generazionale, in quanto permette di individuare quei familiari che effettivamente hanno le competenze e le capacità per poter gestire l'impresa.

Una delle principali critiche mosse dalla letteratura al Consiglio di Famiglia è la mancanza di efficacia nel delineare le varie funzioni. Per tale ragione, talvolta, all'interno di tale organo è possibile individuare un professionista esterno alla famiglia (un consulente aziendale specializzato in aziende familiari, uno psicologo organizzativo, ecc.), al fine di garantire una maggiore produttività delle riunioni (Alderson, 2011).

In definitiva, i principali organi di governance delle imprese familiari possono essere rappresentati come segue (Figura 5):

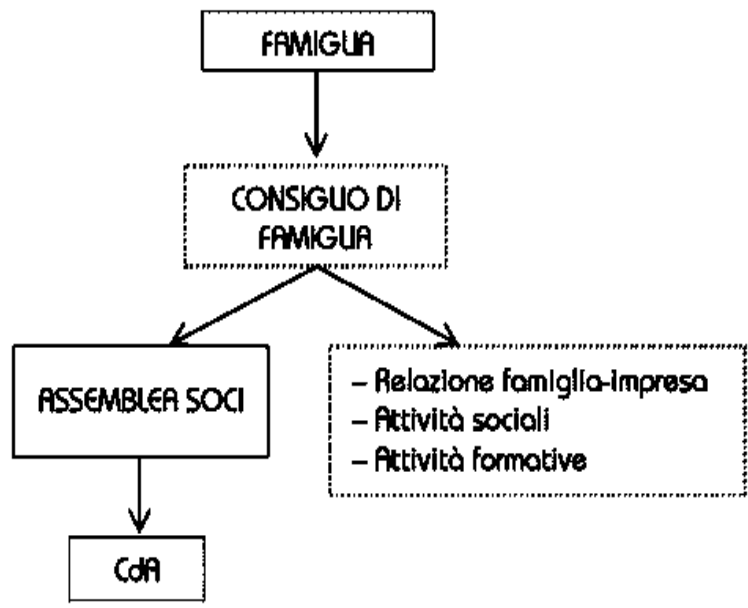


Figura 5 - I principali organi di governance delle imprese familiari - Fonte: Adattamento da Lang, Ward, 2000

2. CRESCITA E CONTINUITÀ DELLE IMPRESE FAMILIARI

2.1 Piccolo non è più bello

Durante gli anni '70 l'economista Schumacher²⁷ espose una teoria che esaltava l'importanza del piccolo e contrastava quanto affermato²⁸ in precedenza da altri Autori (su tutti Berle e Means). Furono necessari circa dieci anni per l'affermazione del falso mito “*piccolo è bello*”, dopodiché negli anni '80 si assistette ad una nuova ondata di studi sul capitalismo familiare. In particolare, gli Autori erano convinti che l'impresa di famiglia rappresentasse un “*capitalismo dal volto umano, permeato di valori esistenziali forti, lontano dalle asprezze della competitività estrema, e nel contempo coincidente con un modello di produzione meno impersonale, più creativo e attento alle esigenze dell'individuo*” (Colli, 2006). In termini più crudi, si trattava di una teoria dalla firma family-oriented che comportò l'affermarsi di ulteriori teorie come quella della *stewardship*, che sosteneva la sovrapposizione di proprietà e gestione nelle mani di un unico soggetto ma che con il tempo si rivelerà fallimentare.

Per diversi anni la tematica fu fonte di diatribe, tra chi sosteneva che effettivamente il piccolo fosse bello e chi affermava la necessità di far crescere le imprese per renderle competitive sul mercato, pena il loro deperimento e conseguente decesso (Chandler, 1990; Morikawa, 2001).

A mezzo secolo di distanza dalla teoria e considerato l'odierno contesto competitivo, affrontare il tema della crescita diventa essenziale per comprendere che ormai di quegli anni '80 in cui il piccolo era bello è rimasto davvero poco. Oggi l'economia è caratterizzata dall'Industria 4.0, dall'innovazione tecnologica ed organizzativa, dalla competizione globale, dalla crescita per linee esterne. Ciononostante, le imprese italiane continuano a rimanere piccole e il rischio che i tratti distintivi di una piccola impresa diventino dei vizi è sempre maggiore: fondatori altruisti, avversi al rischio e dipendenza da pochi clienti/mercati.

Il concetto di crescita si presta ad essere interpretato secondo diverse chiavi di lettura. In questo contesto, crescere significa pianificare il passaggio generazionale; ammettere che non sempre i membri della famiglia possiedono competenze manageriali; separare la proprietà dalla gestione; permettere a soggetti estranei alle dinamiche familiari di poter dare espressione alle proprie conoscenze; investire in ricerca e sviluppo e qualità organizzativa, ma soprattutto comprendere che il

²⁷ Vedasi: Schumacher, E.F., 1973, *Small is beautiful*, A study of Economics as if People Mattered, Blond k Briggs, London.

²⁸ Molti studiosi, in linea con l'impostazione microeconomica neoclassica, hanno sostenuto e continuano a sostenere che uno dei fattori che limita la crescita dell'economia è la dimensione troppo piccola delle imprese, e che l'unico modello d'impresa in grado di imporsi sul mercato è quello delle grandi imprese. Per ulteriori dettagli, vedasi: Berle, A. and Means, G. (1932) *The Modern Corporation and Private Property*. Commerce Clearing House, New York.

piccolo è piccolo, ed ossia una naturale fase di transizione che le imprese familiari italiane devono iniziare a superare, per evolversi, crescere e restare competitive.

s Per un imprenditore potrebbe essere scomodo rispondere a questa domanda e potrebbe esserlo ancora di più se a questi si chiedesse “Perché preferite restare piccoli, nonostante l’impresa rispetti i requisiti dimensionali, il potenziale di crescita, i risultati positivi, la certificazione dei bilanci?” (Corbetta, 2011). Una risposta è stata fornita nel precedente capitolo: è il gap culturale che costringe le imprese a rimanere piccole.

La mancanza di cultura organizzativa, in questo secondo capitolo, va letta come limite a due momenti essenziali di crescita di un’impresa familiare:

- *La crescita generazionale*: il passaggio generazionale²⁹ è una fase naturale in un’impresa familiare e rappresenta, inevitabilmente, un’opportunità di crescita e continuità delle realtà imprenditoriali (Churchill, Hatten, 1987). Inoltre, generalmente sono le generazioni successive alla prima a puntare sulla crescita dimensionale e sul rafforzamento del mercato (Gersick, 1997);
- *La crescita dimensionale*: è indubbio che un qualsiasi processo di crescita richieda il possesso di competenze e risorse qualificate, siano esse tangibili, intangibili e umane. Tuttavia, le imprese familiari continuano ad essere conservative ed avverse al rischio e per tale ragione tendono ad espandersi e innovare meno (Naldi, Nordqvist, 2008).

L’elaborato, a questo punto, si prefigge l’obiettivo di analizzare alcuni aspetti che caratterizzano il passaggio generazionale e le possibili fonti di crescita dimensionale, intrecciando tali argomenti con i tratti tipici già discussi della *corporate governance* di un’impresa familiare.

2.2 La crescita generazionale

In base a quanto rilevato dagli ultimi dati forniti dall’Osservatorio AUB (2018), i leader ultrasessantenni³⁰ ammontano a circa il 50% e la metà di questi sono ultrasettantenni. Ciò significa che gli imprenditori nei prossimi anni dovranno affrontare un passaggio generazionale. Infatti, la pianificazione del ricambio generazionale tende a cogliere l’attenzione dai 61 anni in su (Lansberg,

²⁹ Oltre a passaggio generazionale, gli altri termini ai quali si fa riferimento per indicare il fenomeno e riscontrabili in letteratura sono ricambio, successione e/o transizione generazionale. Nella stesura dell’elaborato, data l’equivalenza del significato, i termini verranno usati in maniera interscambiabile.

³⁰ La motivazione principale che risiede dietro tale dato è da ricondurre al boom economico degli anni Cinquanta-Sessanta dello scorso secolo, che diede origine alla stragrande maggioranza delle imprese familiari italiane. Vedasi: L. De Rosa, 1997. *Lo sviluppo economico dell’Italia dal dopoguerra a oggi*, Laterza, Bari.

1988; Handler, 1994). Più nel dettaglio, a programmare la successione è il 71,1% degli imprenditori tra i 61 e i 70 anni e il 67,2% degli imprenditori con oltre 71 anni (Alberti, 2013).

Tali dati potrebbero spingere il lettore a pensare che il passaggio generazionale sia un fenomeno di facile trattazione, che garantisce la continuità nel tempo delle varie realtà imprenditoriali. All'atto pratico quello del ricambio generazionale è un tema tanto attuale quanto complesso e delicato per la sopravvivenza delle imprese familiari italiane. Infatti, sono tanti gli studi che identificano tale fenomeno come ragione principale del collasso delle imprese familiari (Handler, 1994; Gersick et al., 1997; Ward, 2004) e l'evidenza empirica ne dà conferma: solo il 33% delle imprese familiari supera il primo passaggio generazionale e il 15% sopravvive al secondo (Beckhard, Dyer, 1983; Lansberg, 1988; Commissione Europea, 2014).

I dati esposti all'inizio del paragrafo diventano fonte di perplessità e risultano ancora più interessanti se si considera che i discendenti (68,1% dei casi) assumono il controllo quando l'imprenditore proprietario ha oltre 71 anni e i successori sono già in età avanzata, se non addirittura prossima alla pensione (Alberti, 2013). La situazione diventa ancora più grave se si confrontano i dati attuali sulle percentuali di leader ultrasessantenni con quelli del 2009 (Osservatorio AUB, 2018). Infatti, si evince un aumento di ben 10 punti percentuali: se nel 2009 questi ammontavano al 15,3%, nel 2018 risultano essere pari al 25,5%.

Il continuo rinvio³¹ del ritiro definitivo da parte del fondatore (o d'ora in poi imprenditore uscente) è ascrivibile alla definizione di ricambio generazionale. Ward (1987) definisce l'impresa familiare come “[a business] *that will be passed on for the family's next generation to manage and control*”. È evidente che la successione riguardi la volontà del fondatore nel trasferire la proprietà e la leadership della propria impresa ad una nuova generazione. In termini più generali, il ricambio generazionale è un processo³² – e non un evento (Churchill, Hatten, 1987) – che mira alla continuità dell'impresa di famiglia nelle mani di uno o più discendenti del fondatore (Aronoff, McClure, Ward, 2011).

³¹ L'evidenza empirica rivela che il primo passaggio di testimone si verifichi dopo almeno 32 anni dalla fondazione dell'impresa familiare, mentre il secondo ricambio avviene circa dopo 21 anni (Corbetta, 1995). Come è stato anticipato nel primo capitolo, tale comportamento è dovuto principalmente ai fenomeni del “*generational shadow*” (Davis, Harveston, 1999) o “*founder centrality*” (Crittenden, Athanassiou, Kelly, 2000).

³² Molti Autori in letteratura descrivono il ricambio generazionale come un processo composto da più fasi (Friedman, 1987; Gilmore, McCann, 1983; Handler, 1994). Tra questi, Churchill e Hatten (1987) hanno sviluppato un modello che descrive il processo di passaggio generazionale inquadrandolo in ottica padre-figlio. Più nel dettaglio, individuano quattro fasi: (1) la fase del *proprietario-manager*, dove si assiste alla sovrapposizione tra controllo e gestione nelle mani di un unico familiare; (2) la fase di *apprendimento e sviluppo*, dove l'erede viene integrato negli affari d'impresa; (3) la fase di *partnership* tra padre e figlio; (4) la fase del *trasferimento della direzione (power transfer)*, che prevede il trasferimento delle responsabilità in capo al successore.

La definizione fornita da Ward (1987) permette di concentrare l'attenzione su due aspetti che emergeranno più volte nel corso della trattazione:

- *La volontà*: affinché il processo di ricambio generazionale possa considerarsi un successo, è essenziale che esso venga formulato secondo le volontà dell'imprenditore uscente in modo funzionale rispetto alle esigenze dei familiari e del business (Vola, 2012). Talvolta, invece, motivazioni quali la riluttanza dell'imprenditore a cedere le redini dell'"*impresa di una vita*"; l'idea di veder cambiare le vesti della propria impresa e/o di dover riconoscere autonomia agli eredi; il timore che i successori siano incapaci di valorizzare l'impresa; il pretesto dell'importanza relativa riconosciuta al ricambio generazionale rispetto agli affari d'impresa, rappresentano dei veri e propri limiti alla continuità aziendale (Lansberg, 1988);
- *L'eredità*: il fondatore uscente tende ad incoraggiare l'ingresso dei figli in azienda, al fine di far conciliare continuità e tradizione imprenditoriale. La continuità vista con gli occhi del fondatore è espressione del fenomeno dell'altruismo³³ (Schulze et al., 2001; Corbetta, Salvato, 2004). L'eredità viene percepita come un'opportunità lavorativa per i familiari, che consente di ottenere, oltre la crescita professionale, soddisfazioni economiche non facilmente rinvenibili sul mercato del lavoro (Passeri, 2007). Da un lato, l'eredità permette all'imprenditore uscente di lasciare inalterata l'identificazione proprietà-famiglia, garantisce continuità e garanzia d'immagine necessaria a conservare immutata l'affidabilità complessiva da parte degli stakeholder; dall'altro, eredità e successione non assicurano automaticamente né la crescita dimensionale né la sopravvivenza nel tempo dell'impresa di famiglia. Questo perché possedere non è dirigere, così come ereditare non è succedere (Sapelli, 1993). Piuttosto, si tratta di false convinzioni che alimentano il gap culturale del quale si è già discusso nel primo capitolo.

³³ Il fenomeno dell'altruismo descrive l'atteggiamento dei familiari coinvolti nell'impresa, il quale risulta ispirato al benessere collettivo e al sostegno reciproco (Ward, 1987; Schulze et al., 2001; Corbetta, Salvato, 2004). L'altruismo spinge gli imprenditori uscenti a tramandare l'impresa familiare alle generazioni future, in quanto l'impresa viene percepita come un bene attraverso cui la famiglia trova il proprio sostegno economico. Tale atteggiamento varia fortemente tra le imprese familiari e, per tale ragione, la letteratura si divide tra chi sostiene che possa essere fonte di riduzione di relazioni conflittuali (Eddleston, Kellermanns, 2007) e chi afferma che l'altruismo possa anche condurre all'assunzione di comportamenti e decisioni economicamente irragionevoli e irrazionali (Schulze et al., 2001).

2.2.1 Pianificare: il Patto di Famiglia

Nel precedente paragrafo il ricambio generazionale è stato definito come un processo e non come mero evento. Infatti, prima ancora di essere gestita, la successione va pianificata (Aronoff, McClure, Ward, 2011). Pianificare il passaggio generazionale significa costruire le basi necessarie per garantire l'armonia della famiglia e la continuità dell'impresa attraverso la generazione successiva (Lansberg, 1988).

Nonostante la pianificazione sia ritenuta una delle principali fonti del successo del passaggio generazionale (Harvey, Evans, 1994; Montemerlo, 2000), non mancano le ricerche empiriche che dimostrano quanto essa venga considerata raramente (Ward, 1988; Berman-Brown, Coverly, 1999). In tal senso, un'analisi³⁴ condotta da Corbetta, Montemerlo, Gnam (1997) ha evidenziato che soltanto il 7% degli imprenditori italiani si dota di regole e/o strumenti di governo volti a pianificare il passaggio generazionale.

La principale motivazione alla mancata pianificazione va ricondotta alla figura dell'imprenditore. In particolare, quest'ultimo – anche a causa della sovrapposizione dei ruoli di proprietario e manager – si sofferma sugli affari d'impresa e concentra i suoi sforzi e il suo tempo sulla gestione dei problemi operativi di breve periodo (Trow, 1961), considerando la successione una mera perdita di tempo.

Un'altra motivazione potrebbe invece essere legata alla fattibilità della pianificazione stessa. In altre parole, non è da escludersi la possibilità che il ricambio generazionale si presenti improvvisamente, come nel caso di ritiro inatteso o di morte improvvisa dell'imprenditore-fondatore o di divorzio tra i coniugi di un'impresa familiare. In questa fattispecie, diviene ancora più importante iniziare a pianificare il passaggio generazionale in via preventiva, ed ossia in un periodo in cui il fondatore risulta non essere influenzato da variabili psicologiche³⁵ che potrebbero compromettere la gestione del passaggio generazionale.

Non pianificare significa sottovalutare l'inevitabile momento del ricambio generazionale; affrontare la crescita dell'impresa familiare senza gli adeguati strumenti di gestione; gestire conflitti di interesse tra i familiari, tensioni ed inefficienze organizzative interne; sostenere maggiori costi e

³⁴ Nonostante l'analisi sia stata condotta in anni ormai lontani dai nostri, data l'elevata presenza di leader ultrasettantenni, si presuppone che negli anni la percentuale non sia variata molto. Inoltre, negli anni la struttura dimensionale delle imprese familiari italiane non è cambiata. Il nanismo del tessuto imprenditoriale italiano è un film evergreen che non ha mai subito grandi variazioni.

³⁵ Negli anni, diversi teoristi hanno studiato e provato a risalire alle diverse variabili psicologiche che influenzano il passaggio generazionale. In tal senso, vedasi: Levinson, H., 1971. "Conflicts That Plague the Family Business". *Harvard Business Review*.

soffrire la possibile scarsità di risorse finanziarie, con il conseguente rischio di compromettere la continuità dell'impresa.

Secondo quanto affermato da Montemerlo (2000), una corretta pianificazione permette di:

- Fronteggiare le complessità della continuità da ogni punto di vista, ovvero prendendo in considerazione i diversi aspetti, imprenditoriali, psicologici, emozionali, giuridici, fiscali, etc., in funzione del ciclo di vita in cui si trova l'impresa;
- Armonizzare le fasi di sviluppo personale con quelle del ciclo di vita dell'impresa e della famiglia;
- Esplicitare le priorità di intervento in modo oggettivo rispetto alle esigenze del business mediante coinvolgimento equo dei membri della famiglia;
- Comprendere gli orientamenti professionali dei componenti della famiglia, in modo da individuare se e che tipo di contributi ciascun familiare può apportare al business;
- Sfruttare nuove opportunità di sviluppo. La transizione al vertice può rappresentare un'ottima occasione per realizzare un progetto di crescita dell'impresa, che può tradursi in un rinnovo della strategia imprenditoriale e/o in una modifica delle basi del vantaggio competitivo (Bertella, 1995; Costa, 1999).

In altri termini e ricorrendo a quanto affermato da Lansberg (1988), la pianificazione del passaggio generazionale *"imposes a wide variety of significant changes on the family firm: family relationships need to be realigned, traditional patterns of influence are redistributed, and longstanding management and ownership structures must give way to new structures"*. La pianificazione dunque è una fase del passaggio generazionale che interessa tutti gli stakeholder³⁶ e che richiede un'analisi multi-variabile, riconducibile alle tre variabili del modello dei tre cerchi (1978): la famiglia, il management e la proprietà (Handler, 1994).

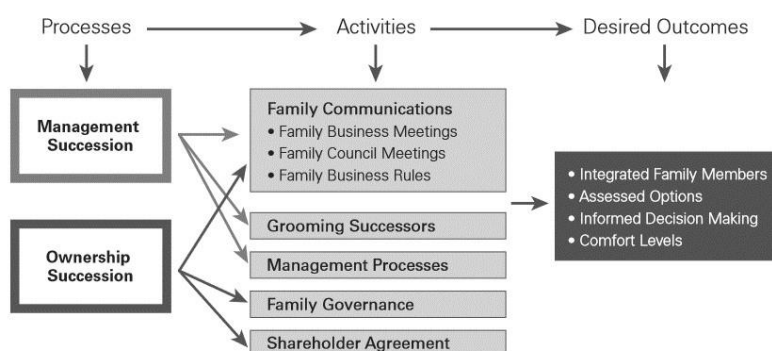


Figura 6 - La pianificazione del passaggio generazionale - Fonte: Walsh, 2011

³⁶ In particolare, i principali attori-chiave che influenzano il processo di ricambio generazionale sono: l'imprenditore, il successore designato, i componenti della famiglia e i dipendenti dell'impresa (Passeri, 2007).

Come è possibile evincere dal modello sopra riportato (Figura 6), la pianificazione del ricambio generazionale comprende due processi: il ricambio del management e il ricambio della proprietà. Affinché ciò sia possibile e al fine di garantire la continuità dell'impresa di famiglia, il fondatore deve mettere in atto una serie di attività volte ad integrare i membri della famiglia³⁷ negli assetti di governance dell'impresa. Soltanto in questo modo gli eredi potrebbero essere messi nelle condizioni di prendere decisioni informate sul loro futuro individuale e collettivo (Walsh, 2011). In altre parole, la successione nella direzione e gestione dell'impresa familiare deve essere l'output di un lungo e complesso processo formativo, tale da poter trasmettere ai successori le capacità di gestione e coordinamento delle risorse tangibili, intangibili ed umane dell'azienda.

Alcune delle attività presenti nel modello (Family Meetings e Consiglio di Famiglia) sono già state illustrate nel capitolo precedente, risulta invece interessante approfondire uno degli strumenti³⁸ generalmente usati per formalizzare la governance futura di un'impresa familiare: il Patto di Famiglia.

Il Patto di Famiglia³⁹ è la risposta italiana alle specifiche esigenze⁴⁰ di governo e pianificazione del processo di ricambio generazionale nelle aziende familiari. Ricorrendo a quanto affermato da Montemerlo (2005) si tratta di una “*specie di carta dei valori, la carta costituzionale della famiglia, che afferma ciò in cui la famiglia crede*”. In termini più concreti, è un accordo che coinvolge tutti⁴¹ i membri della famiglia (Lansberg, 1999), interni ed esterni all'impresa, e che offre indicazioni (1) sul rapporto impresa-famiglia e (2) su quelli che saranno gli obblighi⁴² futuri dei familiari rispetto all'attività aziendale (partecipazione al capitale, governo, management, etc.).

³⁷ In questa sede, si sta assumendo la presenza di eredi in ambito familiare. Tuttavia, si ritiene necessario affermare che la pianificazione dovrebbe essere considerata a prescindere dalla presenza o meno di soggetti rappresentativi della famiglia. In tale circostanza, secondo una logica business-oriented, gli attori della pianificazione dovrebbero essere rappresentati da soggetti con spiccate capacità di leadership.

³⁸ Gli strumenti messi a disposizione dal legislatore volti al trasferimento dell'impresa familiare sono diversi. Oltre al Patto di Famiglia, sul quale si è deciso di prestare maggiore attenzione, rientrano tra questi anche il testamento, la legittima, la donazione, etc. Per un maggiore approfondimento, vedasi: Vola, P., 2012, *La pianificazione del passaggio generazionale nelle family firms*, Giappichelli, Editore, Torino.

³⁹ Il Patto di Famiglia, al quale si fa riferimento in questa sede, nulla ha a che fare con l'istituto giuridico omonimo introdotto con l'art. 2, comma 1, della legge 14 febbraio 2006, n. 55 che ha modificato l'art. 458 C.C. relativo al divieto dei patti successori.

⁴⁰ Molti autori (Ward, 1988; Corbetta, 1995; Tomaselli, 1996; Lank, Neubauer, 1998) in passato hanno evidenziato la differenza tra una family firm e una non-family firm in termini di pianificazione strategica. In particolare, criticavano la completezza degli strumenti tradizionalmente messi a disposizione dalla letteratura volti a disciplinare una corretta pianificazione strategica. Da qui la proposta di introdurre modelli e strumenti che integrassero le diverse prospettive. Si iniziò a parlare di “*Piano di successione*” o “*Piano di continuità*” (Lansberg, 1988; Corbetta, 1995), così come di “*Family Mission Statement*” (Ward, 1988).

⁴¹ Secondo Lansberg (1999) alla base del coinvolgimento di tutti i membri della famiglia si cela la necessità di rinforzare il “senso di proprietà”, in assenza del quale il Patto rischierebbe di essere accantonato e dimenticato.

⁴² Il Patto di Famiglia si pone come documento volto a creare una “mutua assicurazione”, ed ossia che permette di trasferire l'impresa garantendo la stabilità del trasferimento ed evitando che altri eredi, al momento del ricambio generazionale, assumano comportamenti opportunistici (Tomaselli, 2006).

L'obiettivo principale del Patto è quello di assicurare la governabilità e la crescita dell'attività d'impresa (Bertella, 1995), grazie alla formalizzazione delle strategie di livello corporate future e alla definizione della filosofia comportamentale ed organizzativa alla quale la famiglia intende ispirarsi rispetto all'attività d'impresa (Tomaselli, 1996). Ciò viene reso possibile grazie ad un insieme organico di regole che consente ai familiari di vivere e analizzare direttamente la pianificazione del passaggio generazionale (Passeri, 2007), e agli stakeholder di venire a conoscenza di quelle che sono le principali ragioni dell'impegno della famiglia nei confronti dell'impresa (Tomaselli, 2006).

Se si considera quanto è difficile gestire il rapporto impresa-famiglia, è facile intuire quanto sia essenziale stabilire delle regole che prendano in considerazione le esigenze dei due sub-sistemi per evitare ostacoli futuri⁴³. Inoltre, anche lo scorrere delle generazioni è fonte di complessità organizzativa. Difatti, l'aumento del numero dei soci di un'impresa familiare comporta ulteriori complessità nella gestione della stessa, e anche la scelta del leader tra una pluralità di candidati può diventare fonte di liti inter-familiari (Levinson, 1971; Stern, 1986). Pertanto, al fine di garantire la continuità dell'impresa di famiglia, risulta indispensabile esplicitare con chiarezza le regole per la scelta dei candidati ai diversi ruoli organizzativi, le modalità con le quali dovrà avvenire il loro processo di formazione e le fasi operative con le quali avverrà materialmente il passaggio delle consegne.

Va tuttavia sottolineato che il Patto di Famiglia, essendo un documento che contiene tutta una serie di regole inerenti diversi aspetti, deve essere letto in un'ottica di pianificazione e che dunque si presta ad essere applicato nel presente, nel futuro e/o ad essere modificato⁴⁴, in quanto espressione di un processo e non di un mero evento. Al fine del seguente lavoro, non serve analizzare nel dettaglio le diverse modalità e le complesse problematiche attinenti la redazione complessiva di un documento così vasto. Basti sapere che, secondo quanto affermato da Carlock e Ward (2001), il documento deve contemplare gli aspetti sottostanti:

- La visione del futuro condivisa⁴⁵ dai membri della famiglia;
- La partecipazione alla vita lavorativa dell'impresa familiare;
- Lo sviluppo del management e della leadership imprenditoriale;
- La proprietà.

⁴³ Si pensi, per esempio, all'assunzione di un figlio disoccupato e dunque privo di conoscenze e competenze tali da ricoprire ruoli manageriali (Rogolsky, 1988).

⁴⁴ In tal senso, Lank e Neubauer (1998) affermano che il Patto non può rispondere a tutte le problematiche inerenti la governance di un'impresa familiare, ma che può tornare utile per formulare le soluzioni che meglio si adattano alle differenti circostanze.

⁴⁵ La visione condivisa può essere letta come risposta a tre domande che ogni impresa familiare deve porsi: (1) Che tipo di impresa familiare vogliamo essere? (2) Cosa possiamo aspettarci dall'impresa familiare? e (3) Vogliamo continuare ad essere un'impresa familiare? (Gallo, 2004; Tomaselli, 2006)

Prima è stato affermato che l'obiettivo principale del Patto è quello di garantire la continuità dell'impresa di famiglia, ed è stato altresì sottolineato che il documento deve definire la filosofia comportamentale della famiglia rispetto all'impresa. La "filosofia del documento" è un elemento fondamentale capace di influenzare totalmente⁴⁶ il contenuto del Patto di Famiglia. Questo perché l'imprenditore è chiamato a pianificare il futuro dell'impresa, scegliendo tra due alternative tra loro antitetiche, l'impresa e la famiglia. Dunque, se è vero che un regime senza regole comporta lo sconvolgimento disordinato degli assetti proprietari e manageriali (Lansberg, 1988), è altrettanto possibile affermare che la continuità dell'impresa dipende dalle scelte che l'imprenditore attuerà e dal saper valorizzare gli interessi imprenditoriali.

2.2.2 Gestire: assetto proprietario e manageriale

Nonostante la pianificazione richieda il coinvolgimento di tutti gli stakeholder, il fondatore rimane il soggetto principale del complesso meccanismo successorio. Questo perché il ricambio generazionale si palesa come un processo di aggiustamento mutuale⁴⁷ del ruolo fra l'imprenditore in carica e il successore (Handler, 1992), dove per ruolo deve intendersi il passaggio della proprietà e della gestione d'impresa da un soggetto ad un altro. Inoltre, come già detto, il fondatore di un'impresa familiare tende ad essere l'unica persona⁴⁸ che gioca un ruolo dominante in tutti e tre i cerchi del modello di Davis e Tagiuri (1978).

Pertanto, è facile intuire che ciò che si cela dietro il trasferimento della leadership dell'impresa è ben altro. Il fondatore è colui che ha dato vita all'impresa di famiglia attraverso la sua creatività; che detiene il know-how; che ha guidato e visto crescere l'impresa per tantissimi anni; che conosce le caratteristiche organizzative, pregi e difetti; colui che ha creato la cultura organizzativa e sarà ancora lui la figura principale che determinerà le sorti della propria impresa.

L'elemento fondamentale che potrebbe compromettere la sopravvivenza dell'impresa di famiglia va dunque ricercato nella consapevolezza dell'evento da parte del fondatore, ed ossia nel saper accettare⁴⁹ che prima o poi l'impresa dovrà entrare in simbiosi con un nuovo imprenditore.

⁴⁶ Alcuni Autori (Chiesa, De Massis, Pasi, 2007), sostengono che, spesso, le uniche regole che vengono stabilite sono costituite da minute e complesse pattuizioni volte a garantire una struttura chiusa dell'assetto proprietario e a tenere il capitale ristretto a un nucleo più o meno esplicitamente designato.

⁴⁷ Probabilmente per questa ragione, una gran parte degli studi che affrontano il tema del ricambio generazionale si concentra principalmente sulla figura del leader in carica (Barnes, Hershon, 1976; Danco, 1980, 1982; Davis, 1968; Schein, 1983; Levinson, 1974).

⁴⁸ Alcuni Autori affermano che una delle motivazioni che incide sulla riluttanza del fondatore, rispetto all'evento del ricambio generazionale, sia il desiderio di esercitare il potere sugli altri stakeholder. Questo spiegherebbe la struttura organizzativa accentrata di una classica impresa familiare (Hershon, 1975; Tashakori, 1980)

⁴⁹ Le motivazioni legate al saper accettare la successione sono di varia natura, ma soprattutto psicologiche. Tra queste, la paura di perdita della propria identità (Levinson, 1971; McGivern, 1978) e la riluttanza del fondatore ad affrontare la propria mortalità (Lansberg, 1988).

Alcuni tratti comportamentali, quali un atteggiamento conservativo, ribelle (Levinson, 1971) o indeciso e l'attaccamento al passato, rendono più difficile il passaggio generazionale (Miller, Steier e Le Breton-Miller, 2003) e spingono il fondatore ad ignorare le possibili disastrose conseguenze connesse a tali atteggiamenti (Lansberg, 1988). In altre parole, la posizione di centralità rispetto all'impresa fa sì che il fondatore eserciti un'influenza pervasiva sul sistema di gestione familiare, tanto da ostacolare il processo di ricambio generazionale.

Nel caso in cui l'imprenditore non riuscisse a superare i propri limiti culturali e dunque mostrarsi capace di lasciare le redini del potere, l'impresa sarà destinata a cadere in crisi profonde che potranno sfociare anche nel declino dell'impresa stessa (Schillaci, 1990).

In caso contrario, l'imprenditore potrà decidere di trasmettere i connotati tipici dell'assetto proprietario, dell'assetto manageriale e/o di entrambi. Tenendo come riferimento la sovrapposizione istituzionale dei tre sub-sistemi sociali famiglia-impresa-proprietà, è possibile identificare quattro potenziali⁵⁰ ipotesi di successione imprenditoriale nelle imprese familiari (Passeri, 2007; Ciambotti, 1991):

- *Successione familiare completa*: la proprietà e il management vengono trasferiti ai membri della famiglia. Questa fattispecie si presta ad essere letta sia positivamente che negativamente. Nella prima ipotesi, la famiglia presenta al suo interno dei successori validi e competenti; nella seconda, il fondatore, spinto dal cosiddetto *familiness*⁵¹, tende a privilegiare i propri eredi;
- *Successione familiare di proprietà ma non manageriale*: la proprietà viene trasferita agli eredi familiari ma, a causa del loro disinteresse o di incapacità nei ruoli manageriali, la gestione viene trasferita a soggetti esterni. Tale situazione potrebbe essere fonte di divergenze tra management e proprietà, dando origine ai costi d'agenzia;
- *Successione familiare manageriale con assenza (totale o parziale) di transizione nella proprietà*: determinate quote del capitale di rischio vengono cedute a terzi. Questa decisione è tipica delle imprese business-oriented che puntano alla crescita;
- *Successione extra-familiare completa*: sia la proprietà che il management vengono trasferiti a soggetti esterni, per assenza di eredi o per la loro incapacità.

⁵⁰ Nella realtà, inevitabilmente, è possibile riscontrare dei casi meno schematici e teorici.

⁵¹ *Familiness is conceptualized as the combination of existing stock of social, human, financial, and physical capital resources in a firm resulting from the interactions between the family and the business systems. Changes in familiness over time, or the flow of capital from one system to the other, determine the distinctive or constrictive nature of familiness.* Vedasi: Sharma, P., 2008. Commentary: Familiness: Capital stock and flows between family and business. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 32(6), 971-977

Le variabili che possono spingere il fondatore a fare una scelta piuttosto che un'altra sono molteplici (Ciambotti, 1991) e hanno spinto la letteratura ad individuare due possibili concezioni del ricambio generazionale: una concezione pessimistica⁵², che dipinge il passaggio generazionale come un processo problematico, conflittuale e una minaccia per la continuità e la sopravvivenza dell'impresa familiare; e una ottimistica, che rivede nel processo di ricambio generazionale un'opportunità di crescita, un'occasione *“per avviare processi di cambiamento, da condurre secondo una logica orientata al futuro, in cui si combinino continuità e rinnovamento, tradizione e innovazione”* (Cesaroni, Sentuti, 2010).

Sebbene l'evidenza empirica dimostri che effettivamente sono poche le imprese che sopravvivono al passaggio generazionale, in questa sede si continua ad affermare che il dato è strettamente influenzato dal gap culturale e dalla struttura padronale delle imprese familiari. Nel nostro Paese, le modalità di identificazione del successore sembrano infatti essere influenzate da motivazioni di natura affettiva, sentimentale e non imprenditoriale. A testimonianza di tale affermazione vi sono la scarsa propensione alla pianificazione strategica; la struttura chiusa e l'estrema sovrapposizione dei sub-sistemi impresa-famiglia; l'identificazione del fondatore con l'impresa di famiglia; l'atteggiamento di riluttanza all'apertura del capitale sociale a soggetti esterni, etc.. Pertanto, in linea con la concezione ottimistica, si ritiene possibile affermare che, se ben gestito, il passaggio generazionale può rappresentare un'opportunità di crescita dimensionale (Churchill, Hatten, 1987).

2.3 La crescita dimensionale

Il desiderio di salvaguardare il controllo e l'identità dell'impresa familiare è una costante che potrebbe tradursi in un limite, sia in fase di passaggio generazionale che di crescita dimensionale. Il concetto di passaggio generazionale è stato affrontato attraverso diverse prospettive, risulta invece opportuno definire cosa si intenda – in questo contesto – per crescita dimensionale.

All'inizio dell'elaborato è stato affermato che una delle caratteristiche distintive più importanti delle imprese familiari italiane è la loro dimensione. Dovrebbe essere chiaro che, nella realtà italiana, il tema della dimensione rappresenta un'anomalia, un limite per la crescita, per la quotazione in borsa, per l'R&D e per i processi di internazionalizzazione. Per crescita dimensionale

⁵² In tal senso, Dyck, Mauws, Starke e Mischke (2002), presentano il passaggio generazionale come una fase di crisi da dover superare. Vedasi: Dyck, B., M. Mauws, F. Starke, and G.A. Mischke (2002). "Passing the baton: The importance of sequence, timing, technique and communication in executive succession, *Journal of Business Venturing*, 17, pp. 143-162.

deve dunque intendersi un qualsiasi processo di crescita che potrebbe essere influenzato dalla struttura della corporate governance di un'impresa familiare.

Alcuni Autori⁵³, tra i quali Davidsson, Delmar e Wiklund (2006), analizzano la relazione esistente tra la crescita dimensionale e la volontà degli imprenditori-manager (in questa fattispecie, il fondatore). *“We find that growth motivation has a unique impact on the growth of the firm, but there are important feedback loops from growth to motivation. This provides support for the idea that the motivations of managers affect important firm outcomes such as growth”*.

La volontà è una caratteristica fondamentale dell'imprenditore, che può incidere sia in tema di successo del passaggio generazionale che di crescita dimensionale. La differenza sta nel fatto che mentre la crescita dimensionale non sempre costituisce una necessità indotta dalle caratteristiche del contesto competitivo, il passaggio generazionale è un processo inevitabile dal quale dipende la sopravvivenza dell'impresa familiare. In altre parole, un'impresa familiare potrebbe decidere di non crescere almeno fino al momento del passaggio generazionale⁵⁴, riuscendo a sopravvivere per inerzia facendo leva sul falso mito del *“piccolo è bello”*.

In quest'ottica, il passaggio generazionale può essere interpretato come l'ultima – ma non la prima – opportunità di crescita dimensionale e di rinnovamento del vantaggio competitivo (Bertella, 1995; Costa, 1999). Quindi, si potrebbe affermare che le imprese familiari che hanno saputo superare il passaggio generazionale sono quelle che hanno da sempre puntato sulla crescita dimensionale o che hanno colto nei processi di transizione l'occasione per rinnovarsi. Questo perché entrambi i fenomeni dipendono dalle caratteristiche delle imprese stesse, dall'assetto proprietario, organizzativo, dall'approccio family o business oriented che come si è visto sono strettamente legati alla volontà e alle decisioni del nucleo familiare.

In tal senso, negli ultimi anni, diversi Autori si sono soffermati sulla relazione tra passaggio generazionale e crescita dimensionale, mettendo in risalto l'afflusso di nuove competenze e la maggiore propensione all'innovazione da parte dei nuovi esponenti della proprietà e dei manager dell'impresa (Fernández, Nieto, 2005; Cesaroni, Sentuti, 2010). Usando un gioco di parole, si potrebbe affermare che il passaggio generazionale potrebbe essere fonte di discontinuità negli assetti governativi, ma di crescita e continuità della realtà imprenditoriale.

⁵³ Tra gli altri, anche Coad (2009) si sofferma sull'importanza della volontà come variabile dal quale dipende la crescita dimensionale: *“Growth is seen primarily as a result of managerial decision and 'human will' rather than being a response to technological factors”*.

⁵⁴ Da qui la concezione di crescita generazionale, in quanto bivio tra la continuità dell'impresa familiare e il suo deperimento.

La crescita dimensionale è fonte di discontinuità del ciclo di vita di un'organizzazione, che incide inevitabilmente sulla modalità di gestione dell'impresa e che altera gli equilibri interni. Spesso, infatti, il processo di sviluppo dimensionale è accompagnato dalla cosiddetta *sfamiliarizzazione*, ed ossia dal trasferimento (anche se parziale) della leadership a manager professionisti esterni che apportano in azienda contributi decisivi (competenze, risorse finanziarie) per il successo.

Ciononostante, un atteggiamento troppo conservativo e l'avversione al rischio del fondatore (Dunn, 1996; Fernández, Nieto, 2005) hanno fatto sì che il processo di modernizzazione delle imprese familiari italiane avvenisse con enorme ritardo (Pavan, 1973).

La crescita dimensionale risulta infatti influenzata da una molteplicità di fattori, quali il forte attaccamento verso membri della famiglia non adatti a gestire il business aziendale (Miller et al., 2007) o la concentrazione degli assetti proprietari (Zahra et al., 2004). Tali fattori limitano⁵⁵ lo sviluppo di processi innovativi, riducono gli investimenti necessari a sostenere la crescita e impediscono l'accesso di manager esterni (Fernández, Nieto⁵⁶, 2005). In altre parole, il processo di sviluppo dimensionale confligge con la volontà del fondatore e/o dei familiari impegnati nella gestione di non condividere gli assetti decisionali e manageriali con altri soggetti.

Gli atteggiamenti appena descritti, negli anni, hanno dato vita alla falsa credenza del "*capitalisti senza capitali*". Molti studiosi⁵⁷, infatti, hanno interpretato il desiderio di mantenere il controllo della maggioranza del capitale di rischio come difficoltà nel reperire risorse finanziarie (a titolo di capitale di rischio o di debito) per sostenere i processi di crescita dimensionale. Una tale affermazione, tuttavia, non giustificherebbe l'elevato autofinanziamento (*capitali pazienti*) delle imprese familiari (Claver et al., 2009), a prescindere dal fatto che queste siano di grande dimensione o non quotate⁵⁸ (Corbetta, 2010).

⁵⁵ In realtà, i pareri in ambito di innovazione nelle imprese familiari non sembrano essere univoci: secondo alcuni studiosi (Craig, Moores, 2006; Zahra et al., 2004) le imprese familiari innovano maggiormente in quanto flessibili e caratterizzate da un controllo e un monitoraggio interno poco rigoroso. Ciononostante, in linea con la tesi opposta, si ritiene che l'azienda familiare sia fondamentalmente conservatrice, soprattutto se di piccoladimensione.

⁵⁶ I due Autori, in particolare, hanno condotto una ricerca empirica sulle imprese familiari spagnole (simili a quelle italiane) e hanno rilevato una correlazione inversa tra controllo e gestione a carattere familiare e il grado di internazionalizzazione raggiunto dall'impresa. Oltre a sottolineare l'atteggiamento conservativo delle imprese, essi evidenziano un altro limite alla crescita dimensionale, ed ossia l'avversione al rischio. In particolare, l'avversione a sostenere rischi patrimoniali legati al capitale investito. In tal senso, vedasi: Fernández, Z., Nieto, M., J., 2005, Internationalization strategy of small and medium-sized family business: some influential factors. *Family Business Review*.

⁵⁷ Diversi Autori, tra i quali Chandler (1990) e Grassby (2000), hanno sostenuto che le imprese familiari faticano a sostenere i processi di crescita in quanto tendono a scarseggiare in termini di risorse, soprattutto finanziarie.

⁵⁸ "*Per non parlare di tutti i grandi gruppi familiari non quotati che, a evidenza, utilizzano per la quasi totalità capitale proprio accumulato dall'azienda o dalla famiglia proprietaria*" (Corbetta, 2010).

A sostegno, in base a quanto rilevato dai dati forniti dall'Osservatorio AUB (2017) ed esposti graficamente in figura 7, le imprese familiari italiane tendono ad indebitarsi meno delle imprese non familiari, registrando un rapporto di indebitamento costantemente inferiore.

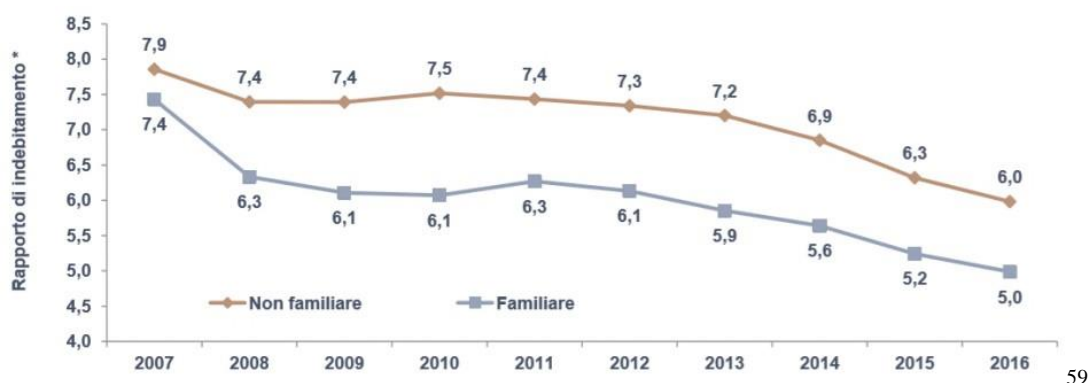


Figura 7 - Il rapporto di indebitamento nelle imprese familiari e non - Fonte: Osservatorio AUB, 2017

Se in parte è vero che esistono delle concrete difficoltà nel reperire fondi, è altrettanto vero che esiste una marcata riluttanza⁶⁰ all'apertura della compagine societaria, guidata da un eccessivo conservatorismo delle imprese familiari e dalla loro avversione al rischio. Inoltre, un'altra possibile motivazione potrebbe essere strettamente legata alla decisione dell'istituto di credito di finanziare realtà imprenditoriali meno propense a tali atteggiamenti.

L'autofinanziamento⁶¹, che da sempre caratterizza le piccole imprese familiari italiane, non può tuttavia continuare a rappresentare un porto sicuro per evitare l'ingresso di nuovi soggetti negli assetti governativi. Ciò perché le risorse possedute dalla famiglia potrebbero essere insufficienti a sostenere adeguati processi di crescita; ed inoltre perché le nuove sfide competitive richiedono ingenti investimenti in R&S, un grado di globalizzazione non indifferente, imprese capaci di effettuare il salto dimensionale quotandosi in borsa e tempi di adattamento alle nuove esigenze non troppo lunghi.

Affrontare tali sfide significa dotarsi di nuove risorse, siano esse tangibili, intangibili ed umane. Per tale ragione, una soluzione possibile è rappresentata dall'apertura della struttura societaria

⁵⁹ Il rapporto di indebitamento è dato dal rapporto tra totale attivo e patrimonio netto.

⁶⁰ "Il rifiuto di aprire a soci terzi investitori il capitale sociale aziendale può limitare fortemente il tasso di crescita dell'impresa familiare. È senz'altro un problema di mentalità frequente nel proprietario fondatore, ma non solo; possono essere presenti limiti oggettivi e di non facile superamento nel breve periodo: stili di governo personalizzati, mancanza di adeguati strumenti di controllo, carenti sistemi direzionali nel governare a distanza l'azienda, ecc. La conclusione è comunque quella di lasciare fuori dalla porta finanziatori esterni alla famiglia." (Devecchi, 2007)

⁶¹ Le stesse conclusioni devono essere tratte per la seconda opzione di finanziamento interno tipica delle imprese familiari ed ossia il ricorso a risorse personali dell'imprenditore, dei familiari o degli amici più stretti.

a soggetti esterni, potenzialmente indispensabili sia in sede di crescita generazionale che dimensionale.

2.4 L'apertura della struttura societaria

Aprire la struttura societaria a soggetti esterni (partner imprenditoriali, operatori di private equity, investitori istituzionali) significa trasformarsi da impresa strettamente familiare a impresa a controllo⁶² familiare.

Questo passaggio, per le varie motivazioni socio-culturali già descritte, spesso risulta difficoltoso per la famiglia, ma potrebbe permettere alla stessa di crescere a ritmi superiori rispetto a quelli consentiti dal proprio finanziamento interno e del capitale di rischio (Dessy, Vender, 1996). Infatti, la motivazione principale dell'apertura della compagine sociale è legata all'esigenza di sviluppo dell'impresa per migliorarne la competitività (Bassilana, Nobili, 2008).

Inoltre, non sempre è possibile ricorrere semplicemente a finanziamenti a titolo di debito, vuoi per incapacità di sostenere il debito, vuoi perché l'indebitamento potrebbe compromettere l'equilibrio finanziario dell'impresa o ancora per instabilità del mercato del credito. Risulta quindi necessario saper bilanciare le diverse fonti di finanziamento e aprire il capitale sociale a soggetti esterni.

Il ricorso al capitale di rischio esterno, oltre ad apportare nuovi fondi in impresa, "*consente all'impresa familiare di crescere in modo equilibrato e di diventare di conseguenza appetibile per manager capaci e ambiziosi*" (Dessy, Vender, 1996). In questa circostanza, la sensibilizzazione e la predisposizione ad un approccio business-oriented potrebbe diventare una necessità per rispondere alle nuove sfide competitive. In altre parole, la propensione dell'impresa all'apertura della compagine sociale potrebbe garantire l'acquisizione di un livello d'immagine più elevato, utile sia in casi di crescita dimensionale che di attrazione di personale altamente qualificato.

Limitare l'apertura della struttura societaria alle risorse finanziarie sarebbe certamente riduttivo. È chiaro che un qualsiasi processo di crescita necessita di essere accompagnato da capacità imprenditoriali. In tal senso, l'apertura del capitale di rischio a soggetti esterni, oltre a garantire un adeguato flusso di risorse finanziarie, permette di avere accesso a nuove conoscenze e competenze.

Tuttavia, l'ingresso di figure altamente qualificate richiede all'assetto imprenditoriale una capacità di motivazione sia di carattere economico, ma soprattutto inerente gli stimoli professionali

⁶² Come è già stato affermato nel paragrafo 1.3, rendere la proprietà di un'impresa familiare aperta non significa cedere il controllo, ma potrebbe rivelarsi un'ottima via di mezzo per soddisfare gli obiettivi di crescita pur continuando a controllare l'impresa.

che l'ambiente aziendale è in grado di assicurare (Passeri, 2007). Detto in altri termini, l'impresa deve dimostrare di essere stata in grado di investire le risorse finanziarie in percorsi di crescita e mostrarsi disponibile ad avviare processi di *sfamiliarizzazione* dell'assetto proprietario.

In questo modo l'impresa riuscirebbe ad accedere al mercato contendibile delle risorse qualificate e a dotarsi di un management efficiente. Infatti, la presenza di queste risorse umane negli assetti organizzativi, induce effetti positivi sulla managerializzazione degli organi di governo (Sicoli, 2008).

In tale circostanza, l'ingresso di professionisti esterni alla famiglia potrebbe rappresentare anche un'opportunità per pianificare e gestire il passaggio generazionale. La presenza di professionisti esterni potrebbe risultare vitale, soprattutto in assenza di eredi; in caso di eredi dotati di scarse capacità imprenditoriali o disinteressati; di improvvisa indisponibilità dell'imprenditore-fondatore o di liti inter-familiari insanabili. In tal senso, Dessy e Vender (1996), sostengono che l'apertura della compagine sociale evita "*possibili cause di instabilità e disaffezione*" che potrebbero compromettere la continuità dell'impresa familiare.

È evidente dunque quanto sia importante aprire la struttura societaria a soggetti esterni. Le modalità per dare attuazione a tale opportunità sono diverse, siano esse tradizionali (apporti da parte di imprese/imprenditori privati, private equity, quotazione in borsa, etc.) o emergenti, come nel caso del recente strumento della Special Purpose Acquisition Company (o SPAC).

Tuttavia, in base a quanto dimostrato dalle recenti indagini sul mercato finanziario domestico condotte dall'AIFI, negli ultimi anni gli strumenti finanziari tradizionali (eccezion fatta per i private equity) non hanno attirato l'attenzione delle imprese familiari italiane. Ciò in parte risulta comprensibile se si considerano (1) le scarse risorse a disposizione per affrontare autonomamente un processo di IPO e (2) i recenti eventi finanziari che hanno comportato la restrizione del credito bancario, soprattutto a seguito delle stringenti regole di Basilea 3 (Corbetta, 2010).

In questo contesto, lo strumento della SPAC potrebbe rappresentare una valida alternativa percorribile dalle imprese familiari italiane. Ciò, però, a determinate condizioni.

3. LA SPECIAL PURPOSE ACQUISITION COMPANY

3.1 Evoluzione storica e diffusione della SPAC

La Special Purpose Acquisition Company, meglio conosciuta con l'acronimo SPAC, fonda le sue radici nelle “*Blank Check Companies*⁶³ (o *BCC*)”, società considerate scatole vuote che si svilupparono sul mercato statunitense all'inizio degli anni '80. In altre parole, si trattava di società non operative, prive di asset tangibili, con pochi dipendenti e con l'unico obiettivo di trarre benefici da potenziali opportunità di investimento.

L'introduzione di tale strumento di investimento, però, non fu ben accolta dal legislatore statunitense, che di lì a poco intervenne ponendo restrizioni sulla diffusione dello stesso. Questo perché, in quegli anni, a causa dell'inesistenza di regolamentazioni adeguate, gli episodi di frode legati alle BCC avevano raggiunto delle “proporzioni epidemiche” (Reimer, 2007).

In particolare, le Blank Check Companies venivano adoperate per ingannare gli *investitor retail* quotando, a seguito di un'operazione di fusione o acquisizione, società prive di valore reale. Una volta che il prezzo delle azioni immesse sul mercato si apprezzava, vuoi per il tipo di operazione con determinate società, vuoi per euforia legata alle aspettative della quotazione, le azioni venivano vendute a investitori ignari dell'atto fraudolento e il management vi speculava. Questo meccanismo prese il nome di “*pump-and-dump scheme*”, ma fu presto interrotto a seguito dell'intervento del Congresso degli Stati Uniti.

Nel 1990 il Congresso, tramite la *Penny Stock Reform Act*⁶⁴, demandò alla SEC il compito di individuare delle regole più restrittive, che trovarono applicazione nella *Rule 419*. Questa norma, alla quale generalmente si riconduce l'impianto della SPAC, si limitava a disciplinare le Blank Check Companies, che in parte differiscono dalle odierne SPAC.

L'illustrazione delle analogie e delle differenze tra i due strumenti non sarà oggetto della seguente trattazione. Basti sapere che le restrizioni disciplinate dalla Rule 419 si applicavano a quelle società che (1) detenevano un patrimonio netto inferiore a 5 milioni di dollari e (2) emettevano titoli di valore inferiore ai 5 dollari.

⁶³ La Securities and Exchange Commission (SEC) definisce la Blank Check Company come “*a development stage company that has no specific business plan or purpose or has indicated its business plan is to engage in a merger or acquisition with an unidentified company or companies, other entity, or person*”. Vedasi: U.S Securities and Exchange Commission, 2014. *Blank Check Company*. Disponibile online su: <https://www.sec.gov/>

⁶⁴ Il nome della disciplina trae origine dalle cd. *penny stocks*, azioni di poco valore e con elevata volatilità, che furono oggetto delle speculazioni del management. Infatti, per queste azioni non era richiesta la registrazione e lo scambio in mercati regolamentati (Cioli, 2017).

Partendo da queste restrizioni e per far fronte alla necessità di quotarsi delle medie imprese, nel 1993 David Nussbaum (fondatore della banca d'investimento *EarlyBirdCapital*) ideò una società veicolo leggermente diversa: la SPAC. Il fine era quello di costituire una BCC con maggiore reputazione sul mercato; minore volatilità rispetto alle *penny stock*; che non rientrasse nel perimetro di applicazione della Rule 419, ma che ne imitasse gli aspetti positivi.

Furono necessari alcuni anni prima che il nuovo strumento di investimento riottenesse l'apprezzamento degli investitori, dopodiché a partire dal 2003 iniziò a diffondersi a macchia d'olio in tutto il resto del mondo. In quell'anno, infatti, David Nussbaum lanciò sul mercato la prima SPAC, la Millstream Acquisition Corporation, che nell'agosto dello stesso anno portò alla quotazione la NationsHealth Incorporation.

I risultati ottenuti a seguito della business combination (o Operazione Rilevante) tra le due società furono decisamente positivi, tanto da far sì che nel mercato statunitense, tra il 2007-2008, oltre il 25% della raccolta complessiva effettuata tramite IPO riguardasse le SPAC (Lewellen, 2009). Inoltre, anche gli investimenti delle SPAC, che inizialmente interessavano un numero ristretto di settori⁶⁵, si ampliarono ai settori dell'energia, del trasporto marittimo, dei beni di largo consumo, dei servizi finanziari, etc.

Il successo delle prime SPAC, gestite sostanzialmente da piccole banche d'investimento, come la *boutique* finanziaria *EarlyBirdCapital* (Mengoli, Di Maggio, 2009), fu tale da attirare anche l'attenzione di grandi gruppi finanziari. Ciò permise alle SPAC di essere quotate non soltanto sui mercati *Over-The-Counter*⁶⁶, ma anche nei principali mercati borsistici, dove la trasparenza e l'elevata formalizzazione della *corporate governance* sono i principali requisiti a dover essere rispettati.

L'evoluzione storica della SPAC può essere ricostruita facendo ricorso ad un asse temporale, riportato in figura 8.

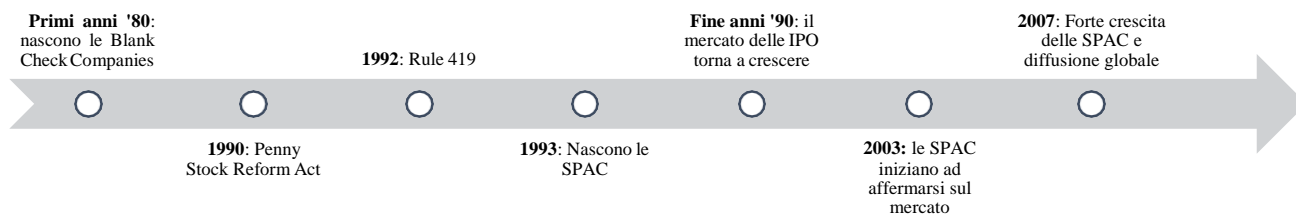


Figura 8 - Evoluzione storica della SPAC – Fonte: Elaborazione propria

⁶⁵ In particolare, i primi settori che attirarono gli investimenti delle SPAC furono quelli della tecnologia, della logistica, delle telecomunicazioni, dei media e dell'*Healthcare* (Mengoli, Di Maggio, 2009).

⁶⁶ Si tratta di mercati a bassa regolamentazione e molto più rischiosi, che richiedono per esempio pochi adempimenti con riferimento ai requisiti di corporate governance.

3.2 I tratti distintivi

Le Special Purpose Acquisition Company sono società costituite da uno o più promoters che apportano dei capitali iniziali irrisori (fondi liquidi nell'attivo e capitale di rischio nel passivo) e che, successivamente all'IPO (Initial Public Offering), raccolgono fondi per realizzare lo *special purpose* di finanziare un'operazione straordinaria di acquisizione o fusione. Tutto ciò entro un determinato periodo di tempo, che generalmente è compreso tra i 18 e i 24 mesi.

È evidente che una qualsiasi operazione di acquisizione o fusione necessiti l'identificazione di una controparte. Quest'ultima, che prende il nome di *società target*, è una società operativa che intende accedere indirettamente alla quotazione e che rimane anonima fino al momento dell'identificazione da parte dei promotori della SPAC. Infine, una volta che la target viene individuata, il *management team* (generalmente composto dai promoters) propone la *business combination* agli investitori, che potranno decidere di approvare o meno l'operazione.

Il processo descritto, che verrà meglio analizzato nelle sue singole parti, può essere rappresentato graficamente come segue (Figura 9).

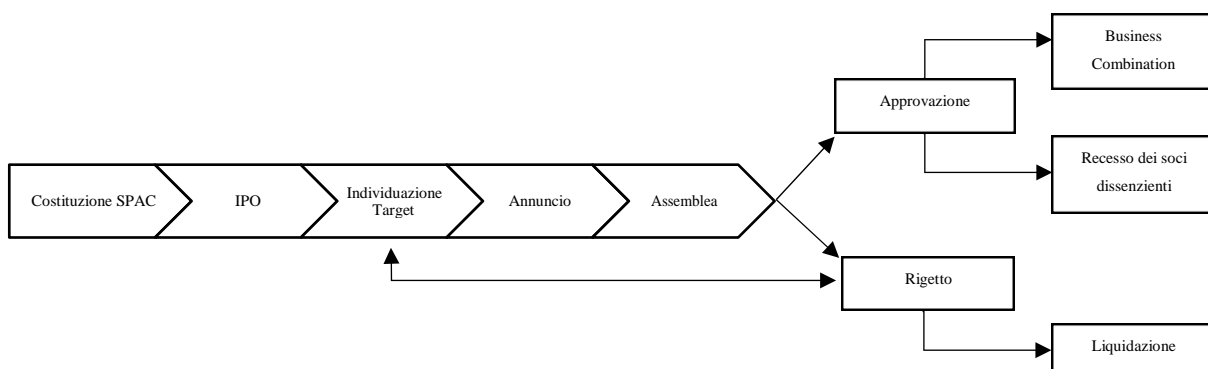


Figura 9 - Ciclo di vita di una SPAC - Adattamento da M. Fumagalli, 2014

Ricorrendo alla definizione fornita da Cumming, Hass e Schweizer (2014) è possibile affermare che:

“SPACs are single-purpose entities that exist solely to fulfill a specific and temporary objective: to raise equity from investors in an IPO (a “blank check”) in order to locate an investment opportunity in an existing and operating (but not publicly listed) company within a specific period of time”.

La definizione fornita dagli Autori risulta particolarmente interessante, in quanto non circoscrive il fenomeno all'evento della quotazione, ma mette in risalto la possibilità di trarre benefici dall'investimento in imprese non quotate. Di conseguenza, è facile dedurre che il meccanismo della SPAC spinge prima i promoters e successivamente gli investitori a prendere una decisione, che risulterà essere strettamente influenzata dalle potenzialità di crescita della società target.

3.2.1 I promoters

La stampa finanziaria riconosce i fondatori di una SPAC sotto il nome di promoters (o sponsors). Si tratta di persone fisiche⁶⁷ che si caratterizzano per le loro elevate qualità professionali e che generalmente rappresentano anche il management team (in altre parole, i membri del consiglio di amministrazione).

Tali soggetti promuovono la costituzione della SPAC e sottoscrivono il 100% del capitale di rischio (*sponsor equity*). I conferimenti apportati dai promotori si sostanziano in quote irrisorie di liquidità, utili per la gestione delle spese operative correnti⁶⁸ (*working capital*) e per il pagamento delle spese di IPO.

Più precisamente, si tratta di spese di funzionamento pari al 2-3% del capitale raccolto a seguito dell'offerta pubblica iniziale (Lewellen, 2009; Strocchi, 2017). Quindi, in caso di insuccesso del progetto di business combination, andrebbero persi dei valori di esigua entità. Quest'ultimo aspetto è uno dei punti di forza ma anche di debolezza della SPAC. Da un lato, in caso di fallimento dell'iniziativa, le uniche somme che andrebbero perse sono quelle inizialmente conferite dai promoters a titolo di rischio (*capital at risk*); dall'altro, è anche vero che la volontà di non perdere gli investimenti effettuati, seppur irrisori, potrebbe condurre i promoters ad identificare una società target che non rappresenti la migliore opportunità presente sul mercato⁶⁹ (Jenkinson, Sousa, 2009).

Conseguentemente alla sottoscrizione del capitale sociale e prima dell'offerta pubblica iniziale, i promoters acquistano dei warrants, che rappresentano il loro effettivo investimento (Basile, Ferrari, 2016). I warrants sono strumenti finanziari che attribuiscono ai promoters (*sponsor warrants*) e agli investitori (*market warrants*), il diritto di sottoscrivere delle azioni della SPAC a un prezzo prefissato (*strike price*) e secondo un determinato rapporto di esercizio. In termini finanziari, i warrants sono opzioni call su un titolo ancora sconosciuto.

A differenza del *capital at risk*, queste somme vengono segregate e tutelate attraverso trust, conti fruttiferi vincolati (*escrow accounts*) o depositi vincolati (Fumagalli, 2014). Si tratta di meccanismi giuridico-tecnici che rendono indisponibili tali somme, almeno fino al momento della business combination o della liquidazione della SPAC.

⁶⁷ Tale affermazione può dirsi vera per la maggior parte dei casi. Risulta però necessario sottolineare che alcune SPAC (come per esempio Space 1, Space 2, Space 3, Crescita), sono state costituite da persone giuridiche.

⁶⁸ Spese legali di costituzione, costi di quotazione, certificazione bilanci, etc.

⁶⁹ Inoltre, se si considera che i promoters generalmente hanno un proprio lavoro (questo perché comunque la SPAC rimane una società non operativa e che non riconosce compensi) e che l'operazione deve essere conclusa entro 24 mesi, la probabilità di identificare una società "not the best choice" aumenta. Dal documento di ammissione della SPAC Industrial Stars of Italy 3: "L'avvicinarsi alla scadenza del Termine Massimo potrebbe influire negativamente sull'attività di negoziazione... la Società potrebbe essere soggetta a forti pressioni per concludere l'Operazione Rilevante a termini e condizioni che non avrebbe accettato in circostanze differenti".

I promotori di una SPAC “non ricev[ono] un compenso predeterminato per l’operato prestato, né – diversamente dai gestori di un fondo di private equity – una commissione in misura fissa calcolata sulla massa del capitale gestito (c.d. management fee)” (Chiomenti, Graffi, 2010, p. 456). La remunerazione di tali soggetti, difatti, è rappresentata dall’esercizio dei warrants, che permette agli stessi di sottoscrivere azioni a condizioni di favore (cd. azioni speciali) e dalla successiva conversione delle azioni speciali in azioni ordinarie. La conversione, generalmente, è condizionata ad un apprezzamento delle azioni quotate oltre il prezzo di sottoscrizione in IPO, e ciò rappresenta causa di conflitto di interessi⁷⁰ (Nilsson, 2018).

Le azioni sottoscritte dai promoters differiscono dalle azioni ordinarie, che verranno immesse sul mercato a seguito dell’IPO e acquistate dagli investitori. In particolare, il carattere della specialità trova allocazione nelle seguenti caratteristiche delle azioni:

- Sono prive del diritto di voto esercitabile in assemblea in sede di business combination;
- Non sono alienabili fino al momento della business combination;
- In caso di liquidazione della SPAC attribuiscono il diritto a ricevere la propria quota di patrimonio netto in via postergata rispetto ai titolari di azioni ordinarie;
- Escludono il diritto agli utili in caso di distribuzione degli stessi a seguito della business combination.

Per quanto concerne le caratteristiche professionali, i promoters⁷¹ sono soggetti che vantano un ricco bagaglio di capacità imprenditoriali e gestionali, nonché capacità di scouting (Barcellona, 2018) nel settore⁷² in grado di far leva su un esteso network di contatti, oppure professionisti con solide esperienze in operazioni straordinarie di M&A e private equity.

⁷⁰ Generalmente, le azioni speciali prevedono una convertibilità in azioni ordinarie con rapporti variabili da 1:5 a 1:8. È evidente quanto ciò sia particolarmente vantaggioso per i promoters e meno per gli investitori. Dal documento di ammissione all’AIM di Industrial Stars of Italy 1: “Le Azioni Speciali sono convertite automaticamente in Azioni Ordinarie, prevedendo che per ogni Azione Speciale si ottengano in conversione n. 7 (sette) Azioni Ordinarie, senza necessità di alcuna manifestazione di volontà da parte dei loro titolari e senza modifica alcuna dell’entità del capitale sociale”.

⁷¹ A sostegno delle consolidate capacità imprenditoriali e gestionali dei promoters, Lakicevic, Shachmurove e Vulcanovic (2014) hanno rilevato che in media le SPAC vengono costituite da n. 5,91 soggetti, con età media pari a 50.59.

⁷² A titolo di esempio, il presidente della SPAC Glenalta Food, Gino Lugli, amministratore delegato di Ferrero S.p.A., ha portato alla quotazione il Gruppo Orsero, attivo nel settore alimentare; Giovanni Cavallini, ex-membro del CdA della Ansaldo STS S.p.A. (attiva nel settore railway), ha recentemente annunciato la business combination tra la SPAC Industrial Stars of Italy 3 e la Salcef S.p.A., attiva nel settore della costruzione e della manutenzione ferroviaria; così come Corrado Passera, uno dei principali esponenti del settore finanziario e soprattutto bancario, ha portato alla quotazione il cd “nuovo paradigma bancario”, rappresentato da Illimity.

Quest'ultimo aspetto, talvolta, può rivelarsi critico. All'inizio del paragrafo, infatti, è stato sottolineato che i promoters generalmente rappresentano anche il management team, ed ossia gli amministratori della SPAC. Ciò è vero nella maggior parte dei casi. Se si considera che spesso i promotori della SPAC sono anche attivi nel mondo del private equity, è facile intuire quanto il rischio di conflitto di interessi sia elevato.

Di conseguenza, la distinzione tra promoters e management team potrebbe offrire trasparenza agli azionisti delle SPAC. Pertanto, la decisione di inserire dei consiglieri indipendenti negli organi di amministrazione potrebbe rivelarsi molto utile, sia per una maggiore tutela delle minoranze azionarie che per allineare gli interessi tra sponsor ed investitori.

Ciononostante, va certamente sottolineato che il profilo professionale dei promoters deve essere interpretato come uno dei requisiti fondamentali alla base del successo della SPAC. In tal senso, Berger (2008) afferma: *“sponsors tend to have demonstrated a track record of success and a proprietary edge, which gives to investors confidence that they can source and execute a value-creating transaction”*. La figura professionale dei promoters, infatti, è l'unico elemento a disposizione degli investitori al momento dell'IPO, dal quale dipende la decisione di investimento o meno degli stessi.

3.2.2 L'Offerta Pubblica Iniziale

La quotazione di una SPAC è paragonabile ad un'IPO tradizionale semplificata. Questo perché la SPAC, come già detto, è una società veicolo senza una storia operativa alle spalle, priva di un bilancio, di un business plan complesso e di tutti i requisiti generalmente richiesti ad una qualsiasi società operativa che intenda fare il fatidico salto dimensionale.

Tuttavia, è evidente che qualche informazione deve pur essere fornita. Tali informazioni trovano luogo nella figura professionale dei promoters, nell'impegno e nella volontà di raggiungere lo special purpose e nelle strategie di investimento da adottare per l'individuazione della società target.

Ferma restando la necessità e l'adeguatezza di tali informazioni, si potrebbe affermare che il gestore del mercato finanziario percepisce l'approvazione della domanda di pre-ammissione presentata dai promotori come un dovere morale, volto ad incentivare l'opportunità di crescita delle medie imprese.

Le azioni della SPAC possono avere come mercato quotato di destinazione un mercato regolamentato o un sistema di scambi multilaterale (OTC), che può essere localizzato sia nello stesso

posto di costituzione della SPAC, che in un qualsiasi altro mercato estero⁷³. Alla decisione del mercato da presidiare, segue la redazione di un prospetto informativo relativo all'IPO, in cui i promoters indicano: il numero delle azioni, la struttura e il prezzo delle *units*.

Nella prima fase di IPO, agli investitori vengono offerte le cd. *units*, rappresentate da una azione ordinaria e da uno o più warrants (*market warrants*) (Fumagalli, 2014). Questi ultimi sono particolarmente vantaggiosi per gli investitori. Infatti, in un primo momento i warrants vengono offerti a titolo gratuito, mentre successivamente iniziano ad avere dei prezzi di listino differenti dalle azioni e, di conseguenza, possono essere scissi e ceduti separatamente dal titolo vero e proprio (Pevararo, 2016).

In altre parole, a seguito dell'IPO, gli investitori possono decidere di (1) vendere i warrants ad altri soggetti senza dover attendere la business combination o (2) convertire i warrants in azioni a seguito dell'Operazione Rilevante, con il beneficio di possedere azioni di una target quotata in borsa in un orizzonte più breve rispetto a quello del private equity.

Grazie allo strumento dei warrants, gli investitori riescono dunque a (1) differenziare il loro investimento con due *securities* dai rendimenti differenti e (2) ottenere dei rendimenti in caso di apprezzamento del titolo. Quest'ultimo aspetto risulta particolarmente strategico, soprattutto se si considera che i warrants possono essere esercitati solo in caso di riuscita e dunque di approvazione dell'Operazione Rilevante. In caso di fallimento dell'iniziativa, invece, il valore dei warrants sarà pari a zero.

L'emissione delle *units* richiede un aumento di capitale della SPAC, che comporta la diluizione della partecipazione dei promoters, la quale al termine dell'IPO tende ad attestarsi al 20%. Un possibile rischio legato al capitale sociale è quello di raccogliere fondi insufficienti rispetto all'investimento richiesto dalla target, che come già detto talvolta viene individuata in un secondo momento. In questa fattispecie, potrebbe diventare necessario identificare degli ulteriori investitori, con il conseguente rischio di dover ritardare l'operazione di business combination.

Al fine di tutelare gli investitori dai possibili comportamenti opportunistici del management team, le somme versate vengono trasferite in trust o depositi vincolati, il cui svincolo è subordinato all'approvazione dell'Operazione Rilevante da parte dell'assemblea. La percentuale di capitale sociale soggetta a tale vincolo, in quasi tutte le SPAC, risulta essere pari al 97%⁷⁴ (Strocchi, 2017).

⁷³ È questo il caso di Germany 1 Acquisition Ltd, società costituita in Guernsey (UK) da tre colossi, i manager tedeschi Roland Berger, Thomas Middelhoff e Florian Lahnstein, e successivamente quotata all'Euronext di Amsterdam (Pevararo, 2010).

⁷⁴ Dal documento di ammissione della Industrial Stars of Italy 1: "Somme vincolate: Gli importi pari al 100% dei proventi dell'Offerta depositati sul Conto Corrente Vincolato che potranno essere utilizzati, previa autorizzazione dell'Assemblea,

Inoltre, anche gli interessi maturati non possono essere né distribuiti sotto forma di dividendi né utilizzati per fini estranei all'operazione.

L'investimento effettuato dai sottoscrittori delle azioni può dunque essere definito risk-free, almeno fino al momento della business combination. Infatti, la non operatività delle SPAC e il relativo patrimonio costituito da mera liquidità, fanno sì che le azioni non siano soggette a oscillazioni di prezzo al momento dell'IPO. Come si avrà modo di approfondire, lo stesso non potrà dirsi a partire dalla data di annuncio della business combination.

Anche il prezzo è un fattore determinante e pressoché facile da individuare. Questo perché il prezzo è strettamente influenzato dalle restrizioni della Rule 419⁷⁵, che come si è visto si applicano (anche) in caso di valore delle *units* pari o inferiore a 5 dollari. In tal senso, da una ricerca empirica condotta da Cumming, Hass and Schweizer (2014) è emerso che nella prima decade degli anni 2000, il prezzo delle *units* si attestava intorno ai 6.00-8.00 dollari. Successivamente, a seguito del crescente successo delle SPAC, i prezzi hanno raggiunto il valore di 10.00 dollari. In Italia, invece, tutte le SPAC quotate nei vari mercati regolamentati tendono a fissare il prezzo delle *units* a 10,00 euro.

Durante la fase di IPO, i promotori e/o gli amministratori della SPAC possono acquistare azioni ordinarie al pari degli altri investitori e alle medesime condizioni. Quest'ultima affermazione, in realtà, è vera soltanto in parte. Infatti, al fine di limitare i possibili conflitti d'interesse, è possibile che nel documento di ammissione al mercato regolamentato venga inserita una clausola che vieti al management team il diritto di voto in assemblea.

Per esempio, un amministratore della SPAC o uno degli sponsor potrebbe anche operare in un fondo di private equity. In questo caso, tale soggetto in fase di votazione della business combination potrebbe votare in modo opportunistico, al fine di trarre benefici da un possibile accordo privato con la società target individuata. Inoltre, spinti dal desiderio di completare l'Operazione Rilevante, il management team o gli investitori a questi affiliati potrebbero anche acquistare un pacchetto di azioni significativo, in modo tale da poter votare a favore della business combination per poi vendere le azioni della società target (Jenkinson, Sousa, 2009).

In base alle caratteristiche della SPAC fin qui descritte, dovrebbe essere semplice delineare il profilo degli investitori. Se da un lato è vero che l'investimento può essere definito risk-free, lo stesso non può dirsi per l'impianto della SPAC in sé. Infatti, la peculiarità dell'investimento risiede proprio

esclusivamente: (i) ai fini della realizzazione dell'Operazione Rilevante; (ii) in caso di scioglimento e conseguente liquidazione della Società; e (iii) ai fini della restituzione ai soci che non hanno concorso all'approvazione della modifica dell'oggetto sociale necessaria per dar corso all'Operazione Rilevante."

⁷⁵ Tale affermazione può dirsi valida soprattutto per le SPAC che vengono costituite in America. Ciononostante, anche in Italia, così come nel resto del mondo, il prezzo delle *units* generalmente si attesta sui 10,00 euro.

nell'assegno in bianco (*blank check*), ed ossia in un investimento in una società che rimane sconosciuta fino al momento dell'annuncio della business combination.

Per tale ragione, gli investitori della SPAC sono sostanzialmente investitori istituzionali, che vanno dalle banche alle assicurazioni, dai fondi di Private Equity ai Fondi Pensione, dai Family Office agli Asset Management. In altre parole, non tutti possono investire in una SPAC: si tratta di soggetti con un'alta propensione al rischio, dotati di conoscenze e competenze tali da poter valutare attentamente l'opportunità di investimento proposta e con importanti volumi di risorse finanziarie da investire (generalmente si tratta di somme non inferiori ai 100mila euro).

Il ruolo degli investitori è senza dubbio decisivo, in quanto è da questi che dipende la realizzazione dell'Operazione Rilevante. Difatti, gli investitori, che compongono l'assemblea degli azionisti della SPAC, a seguito dell'analisi della società target proposta dal management team potranno decidere di votare a favore o meno della business combination.

3.2.3 La società target

Lo *special purpose* della SPAC è quello di concludere un'operazione di acquisizione o fusione con una società privata, la quale intende accedere indirettamente al mercato regolamentato.

Il principale vantaggio che spinge una società privata a preferire la SPAC ad un'IPO tradizionale è strettamente legato a fattori sia temporali che finanziari. Infatti, due delle principali motivazioni⁷⁶ che limitano il salto dimensionale delle imprese private business-oriented sono la durata e il costo del processo di sottoscrizione (Loughran and Ritter, 2002). In tal senso, Sjostrom (2008) afferma: "*private companies acquired by a SPAC are taken public without having to supply the detailed financial statements and other disclosures that accompany initial public offerings*".

I vantaggi che derivano dalla SPAC, tuttavia, non possono essere limitati ai due fattori sopra citati. Le società target, infatti, possono altresì trarre beneficio dall'esperienza del management team, dalla struttura⁷⁷ "snella" della SPAC, oltre che dalle grandi riserve di liquidità apportate dagli investitori e dai promotori.

Secondo quanto rilevato da un'indagine condotta da alcuni Autori⁷⁸ (Datar, Emm, Ince, 2012), tra il 2003-2008, le aziende che sceglievano di quotarsi grazie ad una SPAC registravano performance

⁷⁶ Vedasi: Loughran, Tim, and Jay R. Ritter, 2002, "Why Don't Issuers Get Upset About Leaving Money on the Table in IPOs?" *Review of Financial Studies* 15, 413-443.

⁷⁷ Essendo una società non operativa e senza una storia e una cultura organizzativa, la minaccia di interferenze normative o legislative nel processo di acquisizione risultano estremamente ridotte (Lewellen, 2009).

⁷⁸ "SPAC firms carry more debt, are smaller, invest less, and have lower growth opportunities than the firms that conduct a conventional IPO" (Datar, Emm, Ince, 2012).

operative inferiori, risultavano maggiormente indebitate, investivano meno e avevano minori opportunità di crescita rispetto alle altre imprese concorrenti e che sceglievano di quotarsi tramite IPO.

Con riferimento ad una tale affermazione, sono due i dubbi che meritano di essere sollevati. In primo luogo, ci si chiede quanto effettivamente siano paragonabili e dunque definibili concorrenti le società che ricorrono allo strumento dell'IPO piuttosto che a quello della SPAC. Come già detto, i costi non sono certamente paragonabili e le riserve di liquidità apportate dagli investitori della SPAC non sono certamente poche⁷⁹.

Più in particolare, i costi relativi all'IPO sono tutti sostenuti dalla SPAC, e a seguito della business combination la società target si ritrova automaticamente quotata in borsa senza aver sostenuto alcun costo. Inoltre, grazie alla SPAC la società target riesce ad evitare (o comunque a posticipare) l'incertezza dell'esito del *bookbuilding*. Ciò perché la trattativa sulla valutazione avviene privatamente tra il management team e l'imprenditore. In altre parole, oltre a dei risparmi di tipo economico, la società target riesce anche a salvaguardare la propria immagine.

In secondo luogo, va ribadito che i promotori sono chiamati a fare una scelta, impiegano risorse per ricercare la società target, effettuano ingenti operazioni di *Due Diligence* e rischiano di perdere il *capital at risk* investito. Pertanto, è evidente che questi tenderanno a scegliere società solide sul mercato sia nazionale che internazionale, con prestazioni positive, ben strutturate in termini di corporate governance e con aspettative di crescita elevate.

La stessa conclusione deve essere tratta facendo riferimento agli investitori. Come già detto, la decisione finale rispetto alla realizzazione dell'Operazione Rilevante dipende dal voto favorevole degli azionisti. Quindi, qualora l'opportunità di investimento risultasse non essere profittevole, è chiaro che questi non voterebbero a favore della business combination.

Più che criticare quanto sostenuto da Datar, Emm e Ince (2012), i cui dati potrebbero essere stati influenzati dal campione di SPAC selezionato, in questa sede si vuole far riflettere sulle caratteristiche che le società target devono possedere per poter essere la scelta dei promotori e degli investitori. SPAC e IPO, pur divergendo in molti aspetti, condividono l'obiettivo finale della quotazione, ed è evidente che la società target debba rientrare nel cerchio delle società business-oriented. Più precisamente, sembra possibile affermare che la società target è un'impresa business

⁷⁹ Con riferimento al caso italiano: "le SPAC approdate sino ad oggi sul mercato AIM o sul mercato principale hanno raccolto capitali da un minimo di 35 milioni di euro ad un massimo di 300 milioni di euro cadauna" (Riccardi, 2016).

oriented che, a causa della sua media dimensione, non riesce o non vuole accedere autonomamente in borsa tramite un'IPO tradizionale.

Oltre che per ridurre il costo dell'operazione, infatti, una società potrebbe decidere di quotarsi tramite la SPAC al fine di vantare delle capacità imprenditoriali e dell'esperienza del management team. In altre parole, per poter meglio gestire un salto dimensionale tanto complesso quale è quello della quotazione in borsa. In quest'ottica, la SPAC si presenta come un valido strumento volto a favorire il passaggio generazionale e/o come una possibile strategia di uscita di determinati soci dalla compagine sociale. Ciò, qualora non vi fossero acquirenti strategici interessati all'acquisizione della società target.

Quanto appena detto, non significa voler ridurre la SPAC ad una mera operazione di “mercato secondario”, ma valorizzare tutte le possibili opportunità che potrebbero spingere una società a scegliere la stessa come strumento per la quotazione. In altre parole, l'obiettivo della SPAC deve rimanere quello di portare alla quotazione una società business-oriented tramite un aumento di capitale, che permetta alla target di ristrutturare un debito, di riequilibrare gli interessi dei soci o comunque di contribuire alla crescita e all'internazionalizzazione della società target. La SPAC diventerebbe distruttiva di valore qualora l'obiettivo fosse quello di fare uscire dalla compagine sociale i vari soggetti venditori (come per esempio il socio fondatore). Questi ultimi, infatti, otterrebbero dei vantaggi dalla liquidazione della loro partecipazione, ma lascerebbero la cultura organizzativa nelle mani di soggetti estranei alle varie vicissitudini aziendali.

Per tale ragione, spesso, uno dei requisiti richiesti dalla SPAC è il valore di mercato⁸⁰ della società target. In particolare, rientrano nel mirino del management team quelle società che hanno un valore di mercato pari al doppio o al triplo del patrimonio netto della SPAC (Lakicevic, Shachmurove, Vulcanovic, 2014). Ciò, al fine di mitigare l'impatto diluitivo delle quote del fondatore di circa il 20% (Layne, Lenahan, 2018).

Quest'ultimo aspetto risulta particolarmente vantaggioso per quelle società che non intendono rinunciare al controllo societario. In questa prospettiva, infatti, la SPAC si presenta come uno strumento non pervasivo, a differenza per esempio di un private equity, e tale da assicurare agli imprenditori la stabilità dell'assetto proprietario. Lo stesso potrebbe non dirsi per gli assetti governativi ma, data l'esperienza e la professionalità dei promoters, è sicuramente possibile affermare

⁸⁰ In ogni caso, per far fronte alle regole di borsa, il valore di mercato della società target deve essere pari almeno all'80% del patrimonio netto della SPAC. Di conseguenza, non è da escludersi che le SPAC possano avere come obiettivo quello di ottenere il controllo della società target.

che l'ingresso di tali soggetti negli assetti imprenditoriali potrebbe soltanto presentarsi come un'opportunità di crescita dimensionale.

Gli altri requisiti che spesso vengono subito resi noti sono il settore di appartenenza e il posizionamento geografico della società target. Ciò probabilmente perché, come già detto, la scelta del mercato è influenzata dall'esperienza dei promotori della SPAC. Ad oggi, non tutti i settori⁸¹ sembrano attirare l'attenzione degli sponsor. In particolare, si tratta di società operanti nel settore delle biotecnologie, immobiliare o di società start-up o real estate.

Tali requisiti, tuttavia, delineano soltanto il perimetro di ricerca, ma non la società target in sé. Di fatto, così come per gli investitori, anche i promotori tipicamente non conoscono la società target al momento dell'IPO o comunque non hanno ancora concluso la fase di ricerca. Di conseguenza, resta ferma l'impossibilità di fornire dettagli precisi sull'operazione fino al momento dell'identificazione della target. Diversamente, una volta identificata la società che presenta le caratteristiche indicate nella "politica di investimento" e stipulata la lettera di intenti⁸², il management team propone la business combination agli investitori, che in sede assembleare decideranno le sorti dell'Operazione Rilevante.

3.2.4 La business combination

L'ultima fase, ma non certamente per importanza, è quella della business combination. Anzi, dovrebbe essere chiaro che la fase più importante nonché più rischiosa della SPAC sia proprio quest'ultima. Le ragioni che risiedono dietro tale affermazione sono più di una.

In primis, dopo aver stipulato gli accordi preliminari (la lettera di intenti) con la società target, il management team è chiamato ad annunciare la business combination. Il momento dell'annuncio è fondamentale, perché in qualche modo si potrebbe affermare che segni le sorti della decisione degli investitori. Ciò perché con l'annuncio della business combination il titolo reagisce, apprezzandosi qualora il mercato reputi l'iniziativa in grado di creare valore, o attestandosi al valore *floor* qualora la valuti diversamente (Fumagalli, 2014). Un investitore *cum grano salis* inevitabilmente tenderebbe ad esprimere il proprio voto in base alla risposta del mercato sul deal proposto. Ciò, ovviamente, al netto di ulteriori considerazioni o di possibili comportamenti opportunistici da parte dei promoters⁸³.

⁸¹ Dal documento di ammissione di Industrial Stars of Italy: "*ISI esclude a priori le società operanti nel settore biotecnologico, immobiliare, finanziario, assicurativo e delle energie rinnovabili nonché le società di start-up e le imprese in situazione di turnaround*".

⁸² La firma e successiva comunicazione al mercato della lettera di intenti permette di estendere il termine per la conclusione della business combination di ulteriori 6 mesi.

⁸³ L'affermazione deriva da considerazioni circa la possibilità del management team di acquistare azioni in prossimità dell'assemblea per la votazione della business combination, al fine di alterare il prezzo di mercato dei titoli; della

Per mitigare una possibile reazione tiepida del mercato, in questa fase gli sforzi dei promotori si concentrano sulla buona riuscita dell'operazione. In particolare, i promotori organizzano dei *road show*, intrattengono intensi contatti con gli investitori e predispongono una documentazione (un business plan) molto dettagliata e pervasiva sull'operazione, inerente tutte le caratteristiche economiche, patrimoniali e finanziarie della società target. In altre parole, i promoters devono essere in grado di dimostrare che la business combination si presenti come un'operazione win-win, ed ossia in grado di generare un certo upside e delle aspettative di performance prossime alla doppia cifra.

L'annuncio della business combination può dunque rivelarsi cruciale per i promotori, ma soprattutto per la società target. Se è vero che gli investitori possono esercitare in qualsiasi momento il diritto di recesso, lo stesso non può dirsi per gli altri stakeholder della SPAC. Più precisamente, qualora gli investitori non dovessero apprezzare l'iniziativa, gli sponsor rischierebbero di perdere gli investimenti *capital at risk* effettuati, mentre la società target subirebbe un danno d'immagine reputazionale non trascurabile, oltre al rischio di veder sfumare altre possibili opportunità d'investimento.

Per tale ragione, non di rado, il management team informa in anticipo gli investitori sulla possibile opportunità di business combination. Ciò, ovviamente, sotto vincolo di riservatezza e di non trading (Fumagalli, 2014). In questo modo, il management team riesce ad anticipare il risultato della futura votazione in assemblea, talvolta raccogliendo dei veri e propri consensi vincolanti da parte degli investitori, che trovano espressione in patti parasociali redatti tra le parti. Non sempre tuttavia tale soluzione è percorribile o comunque non al 100%.

Pertanto, in secondo luogo, non deve essere sottovalutato il rischio che gli investitori siano interessati all'investimento in senso stretto, al rendimento di breve periodo, e non alla business combination. In altre parole, per gli investitori istituzionali la SPAC è soltanto un vantaggio, da poter trasformare in un parcheggio di liquidità. In tal senso, è già stato affermato che la SPAC non è per tutti: gli investitori sono soggetti che hanno mani in pasta, esperti del settore che potrebbero speculare sul funzionamento dello strumento.

Tale affermazione trova conferma nel diritto di recesso riconosciuto agli investitori. Infatti, qualora quest'ultimi non dovessero apprezzare l'operazione straordinaria proposta, essi hanno il diritto di riscattare le proprie azioni ordinarie e di essere rimborsati con la liquidità fino a quel momento vincolata nell'*escrow account*.

possibilità che gli investitori vengano influenzati dal track record dei promoters o dalla buona riuscita delle altre business combination realizzate dai promotori della SPAC.

La particolarità dell'impianto della SPAC, tuttavia, va riscontrata nello strumento finanziario dei warrants. Infatti, gli azionisti dissenzienti che esercitano il diritto di recesso rimangono in possesso dei warrants ricevuti inizialmente a titolo gratuito e, in caso di business combination, possono subentrare nuovamente nell'operazione ed ottenere la valorizzazione dei warrants. Più precisamente, nel *worst case* ed ossia in caso di fallimento dell'iniziativa, il valore dei warrants sarà pari a zero; mentre nel caso intermedio, ed ossia in caso di recesso e contestuale realizzazione della business combination, l'investitore viene comunque premiato tramite un +2% sui warrants per aver partecipato all'operazione. È chiaro che un tale meccanismo si presta ad azioni speculative degli investitori. In questo caso, è sempre bene diversificare la raccolta di fondi e ricorrere ad investitori differenti.

Le percentuali richieste per l'approvazione della business combination, generalmente, sono molto alte. Se nel 2003-2006 queste si attestavano all'80% (Shachmurove, Vulcanovic, 2017), oggi la soglia⁸⁴ massima di dissenzienti a cui è condizionata la business combination si attesta intorno al 30%⁸⁵. È facile dunque comprendere quanto tale soglia possa rappresentare un ostacolo all'approvazione dell'Operazione Rilevante⁸⁶. Di conseguenza, non di rado, nei regolamenti della SPAC vengono inserite clausole che limitano il diritto di voto al 10% delle azioni, a prescindere dall'effettiva percentuale della quale si è in possesso (Simmat, Siebert, 2010). Ciò, al fine di ridurre il rischio che un solo azionista possa impedire l'approvazione della business combination.

In caso di mancata approvazione della business combination, i promotori possono decidere di (1) cercare nuovi investitori, diversi dai soci della SPAC, che siano disposti a rilevare le azioni al prezzo stabilito per il recesso; (2) dare vita ad una nuova fase di ricerca e cercare una nuova società target da proporre ai soci della SPAC, prima della scadenza del termine dei 24 mesi dalla costituzione; (3) liquidare la SPAC e rimborsare gli azionisti⁸⁷.

Qualora invece l'assemblea dovesse approvare l'Operazione Rilevante, le somme fino a quel momento vincolate nel trust diventano disponibili e, di conseguenza, si procederà all'integrazione tra

⁸⁴ Le maggioranze richieste sono uguali a quelle previste dalla legge a seconda che la target sia o meno qualificabile come *società che fa ricorso al mercato del capitale di rischio* ai sensi dell'art. 2325-bis cod. civ. In ogni caso, a variare è il quorum costitutivo, mentre quello deliberativo, in entrambi i casi, si attesta ai due terzi del capitale sociale rappresentato in assemblea.

⁸⁵ Alcune eccezioni italiane sono rappresentate da Space e Space 2 (33%) e Italy1 Investment (35%).

⁸⁶ È questo il caso del progetto di business combination tra la SPAC *Capital for progress 2* e la società target *ABK Group Industrie Ceramiche S.p.A.*. In sede assembleare, infatti, furono esercitati recessi per un numero di azioni pari al 57,38%, a fronte di una soglia massima pari al 30%.

⁸⁷ Generalmente è questa la soluzione che va per la maggiore, come nel caso della *Capital for progress 2*. Dalla nota rilasciata dalla SPAC: "*Pur convinta della assoluta qualità di ABK, CFP2 ritiene di non proseguire nel progetto, anche in segno di rispetto verso i propri investitori e il mercato*".

la SPAC e la società target. Da questo momento, inoltre, gli azionisti dissenzienti possono ricevere la propria percentuale pro rata di fondi del trust account.

La business combination può assumere la forma di un'acquisizione, di una fusione o di sottoscrizione delle azioni di nuova emissione della target. Nonostante nella realtà si assista ad una combinazione di queste tre modalità, è certamente possibile affermare che la fusione risulta essere "l'esito naturale" del processo di business combination (Fumagalli, 2014). Questo perché, come è già stato sottolineato più volte, la SPAC è una società non operativa con l'obiettivo principale di integrarsi con una realtà imprenditoriale dotata di caratteristiche proprie e con una cultura organizzativa ben definita.

Infatti, a seguito dell'operazione straordinaria, la SPAC si estingue per dare un nuovo volto operativo alla società target, che si ritroverà automaticamente quotata in borsa e che potrà beneficiare del nuovo flottante per finanziare i propri piani di crescita. In altre parole, gli investitori della SPAC diventano a tutti gli effetti soci dell'azienda operativa, i promotori vengono eletti membri del Consiglio di Amministrazione, mentre la società target avrà raggiunto uno degli obiettivi più importanti al quale aspirano molte imprese business-oriented.

3.3 L'esperienza italiana

Nella prima parte di questo terzo capitolo sono state illustrate le origini e i tratti distintivi del nuovo strumento di finanza innovativa. Alla luce delle caratteristiche evidenziate e, in particolar modo, del meccanismo di scelta dal quale dipende l'esito della business combination, risulta interessante domandarsi se le realtà imprenditoriali italiane possano essere oggetto di tale strumento di investimento e, in caso di risposta affermativa, quali siano le società target che attirano l'attenzione dei promotori e degli investitori della SPAC.

Il 2007, come già detto, è stato l'anno che ha segnato la diffusione dello strumento della SPAC a livello mondiale. Sono stati necessari due anni affinché la SPAC iniziasse ad attirare l'attenzione dei mercati finanziari italiani. Infatti, il mercato alternativo del capitale, meglio noto come AIM Italia, ha introdotto la possibilità di quotazione delle SPAC nel 2009; mentre a partire dal 2010 e a seguito dell'istituzione del nuovo segmento di mercato (MIV) dedicato agli Special Investment Vehicle, la quotazione delle SPAC è stata ammessa anche da Borsa Italiana.

La prima SPAC di diritto italiano è rappresentata da Made in Italy 1, quotata nel mercato AIM Italia nel 2011 e che il 15 ottobre 2012 ha annunciato di voler realizzare l'Operazione Rilevante con la società SeSa S.p.A., azienda leader nel settore della *Information Technology*. In realtà, la prima

business combination conclusasi in Italia è stata quella tra la SPAC lussemburghese Italy1 Investment S.A. (quotata nel MIV nel 2011) e la società target IVS Group Holding S.p.A. (società leader a livello nazionale nel settore dei distributori automatici). Ciononostante, Made in Italy 1 S.p.A. rimane la prima SPAC ad essere stata costituita in Italia, quotata in un mercato finanziario italiano e che ha individuato come target una società italiana.

Al 1° luglio 2019, le SPAC approdate sul listino di Borsa Italiana risultano essere ben 29⁸⁸, con un vero e proprio boom negli ultimi due anni. Più in particolare, nel 2017 ne sono state costituite ben dieci, mentre nel 2018 il numero si è attestato a otto. Ciò assume ancora più rilevanza se si considera che nel 2018 otto quotazioni, su un totale di ventisei, hanno riguardo le SPAC (Osservatorio BDO, 2019).

In base a quanto appena detto, sembrerebbe possibile affermare che le realtà imprenditoriali italiane sono a tutti gli effetti oggetto d'investimento degli stakeholder finanziari della SPAC. In realtà, se da un lato è vero che il 2017 e il 2018 sono stati degli anni fortunati per la costituzione delle SPAC, lo stesso non può dirsi per le business combination.

Infatti, in base a quanto si evince dai dati riportati in tabella 2, alcune SPAC sono ancora alla ricerca della società target; Industrial Stars of Italy 3, pur avendo individuato la società target, non ha ancora concluso la business combination e il termine dei 24 mesi è già stato superato⁸⁹; Zephyro S.p.A. nel giro di 3 anni è stata delistata a seguito dell'OPA da parte di Edison S.p.A.; nelle ultime settimane del 2018 due business combination non sono state approvate⁹⁰; dei 4 miliardi di euro raccolti a partire dal 2011, 1 miliardo resta in attesa di essere allocato alle diverse società target, e le SPAC costituite alla data del 1° luglio 2019 risultano minori rispetto a quelle costituite alla stessa data degli ultimi due anni.

Inoltre, anche le performance in Borsa dimostrano che non tutte le SPAC hanno avuto successo. Alcune società, infatti, a seguito della quotazione hanno dovuto affrontare delle lacune pregresse, quali frodi di bilancio e/o sistemi di controllo inefficaci, che sono inammissibili in un contesto in cui la *disclosure* viene posta alla base del successo imprenditoriale.

⁸⁸ Qualora si contassero anche i veicoli sostanzialmente analoghi alle SPAC, si potrebbe affermare che le SPAC approdate sul listino ad oggi risultano essere pari a 33. Per veicoli analoghi devono intendersi: i fondi chiusi anchor investor, come nel caso di *IPO Challenger* e *IPO Club*; le pre-booking company non quotate, come nel caso di *IPO Challenger 1*; e le *Spac-in-cloud*, SPAC che differiscono dal modello tradizionale in quanto non prevedono la costituzione di un veicolo di investimento e che trovano forma in club deal. La prima Spac-in-cloud italiana, con nome omonimo, è stata realizzata a seguito del club deal organizzato sulla piattaforma Spac-in-Cloud di Elite Club Deal di Borsa Italiana.

⁸⁹ Va precisato che pur rientrando nei tempi richiesti per la conclusione dell'operazione, la business combination tra Industrial Stars of Italy 3 e Salcef Group rappresenta il primo caso (dal 2011) a sfiorare il limite ordinario dei 24 mesi.

⁹⁰ Più precisamente, la business combination tra Capital For Progress 2 e ABK non è stata approvata; mentre quella tra IdeaMi e il Gruppo Agrati non è stata resa possibile a causa del mancato raggiungimento del quorum costitutivo.

Qualcosa dunque sta cambiando. In tal senso, Simone Strocchi (2018), pioniere della prima SPAC tutta italiana, in un'intervista ha dichiarato: *“il fenomeno delle Spac si è sgonfiato, in quanto si era troppo gonfiato nel corso del 2017 ... Il 2017 è stato un anno in cui era estremamente semplice, proponendo una Spac, raccogliere del denaro, ma alla fine del 2018 molte di queste Spac sono vintage perché hanno fatto trascorrere troppo tempo dalla raccolta senza aver presentato il target della business combination”*.

Di fronte a queste considerazioni è lecito chiedersi cosa stia impedendo la diffusione dello strumento della SPAC in Italia. In particolare, ci si domanda se gli ultimi risultati siano in qualche modo ascrivibili alla maturità del fenomeno della SPAC, alla sua struttura o al profilo delle società target ricercato dal management team.

Al fine di risalire ad una plausibile risposta, risulta necessario analizzare le caratteristiche delle SPAC italiane. Pertanto, per garantire una visione quanto più realistica possibile, si propone un riepilogo delle 33 iniziative che sono state lanciate sul mercato (o stanno per essere lanciate come nel caso di Innova Italy Partners) con le relative società target (ove già individuate) (Tabella 2).

Tabella 2 - Le SPAC italiane - Fonte: Elaborazione propria su dati Bebeez al 31-12-2018 - Dati aggiornati al 01-07-2019

Le SPAC italiane: nome, società target e caratteristiche principali								
SPAC					TARGET			
NOME	PROMOTORI	DATA DI QUOTAZIONE	MERCATO DI QUOTAZIONE	CAPITALE RACCOLTO (in milioni di euro)	NOME	SETTORE	DATA DI QUOTAZIONE	MERCATO DI QUOTAZIONE
Italy 1 Investments s.a.	V. Gamberale, C. Mammola, G. Revoltella, R. Berger, F. Lahmsteine G. Wendenburg	gen-11	MIV	150	IVS	Distribuzione automatica	mag-12	STAR
Made in Italy 1	M. Carloti, L. Giacomettie S. Strocchi	giu-11	AIM Italia	50	Sesa	Information Technology	feb-13	STAR
IPO Challenger	S. Strocchi, A. Oggioni, Electa e L. Giacometti	nd	Bond privato	52	Italian Wine Brands	Industria alimentare	gen-15	AIM Italia
Space	S. Erede, G. Mion, R. Italia, C. Pagliani, E. Subert, A. Ambrosio e E. De Bernardi	dic-14	MIV	130	Fila	Cancelleria per arti visive e plastiche	giu-15	STAR
Industrial Stars of Italy	Antilio Arietti e Giovanni Cavallini	lug-13	AIM Italia	50	Lu-Ve	HVAC-R	lug-15	MTA
GreenItaly 1	M. Carloti, Idea Capital Funds sgr. Vedogreen	dic-14	AIM Italia	35	Zephyro	Efficienza energetica e logistica integrata	01/12/2015 ma OPA in data 23/10/2018	nd
Capital for Proffress 1	M. Capuano, A. Perricone, M. Fumagalli e A. Bianchi	set-15	AIM Italia	51	GPI	Healthcare	dic-16	MTA
Glenalta Food	L. Giacometti, G. Lugli, S. Malagolie S. Marengo	nov-15	AIM Italia	80	Gruppo Orsero	Distribuzione alimentare	feb-17	AIM Italia
Space 2	S. Erede, G. Mion, R. Italia, C. Pagliani, E. Subert, A. Ambrosio e E. De Bernardi	lug-15	MIV	155,15	Avio	Aerospaziale	apr-17	STAR
Industrial Stars of Italy 2	Antilio Arietti e Giovanni Cavallini	mag-16	AIM Italia	50,5	SIT Group	Heating e Metering	lug-17	MTA
Innova Italy 1	F. Conti, M. Costaguta, P. Ferrario, F. Gianni e A. Pansa	ott-16	AIM Italia	100	Fine Foods & Pharmaceuticals N.T.M.	Farmaceutico	ott-18	AIM Italia
Ipo Club	S. Strocchi, A. Oggioni, Electa, Azimut Holding	in raccolta	fondo chiuso privato	150	nd	nd	nd	nd
Crescita	Crescita Holding srl e Dea Capital s.p.a.	mar-17	AIM Italia	130	Cellular Italia	Telefonia fissa e mobile	giu-18	AIM Italia
Space 3	spin-off da Space 2	apr-17	MIV	152,85	Aquafil	Green Economy	dic-17	STAR
IPO Challenger 1	Ipo Club, che ne è anchor investor	giu-17	Bond privato	20	PharmaNutra	Farmaceutico	lug-17	AIM Italia
Glenalta	L. Giacometti, G. Lugli	lug-17	AIM Italia	100	Gruppo CFT	Logistica integrata	lug-18	AIM Italia
Sprint Italy	G. Braggiotti, Fineurop Sodiatic, M. Carloti e F. Pintucci	lug-17	AIM Italia	150	SICIT 2000	Chimico	mag-19	AIM Italia
EPS	Private Equity Partners sgr ed Equita sim	ago-17	AIM Italia	150	Industrie Chimiche Forestali	Adesivi e tessuti per puntali e contrafforti	mag-18	AIM Italia
Capital for Proffress 2	M. Capuano, A. Perricone, M. Fumagalli e A. Bianchi	ago-17	AIM Italia	65	ABK Group Industrie Ceramiche	Ceramica	Business Combination non approvata	nd
Industrial Stars of Italy 3	Antilio Arietti e Giovanni Cavallini	ott-17	AIM Italia	150	Salcef Group	Ferroviario	prevista per nov-19	nd
Spactiv	M. Borletti, P. De Spirt e G. Bavagnoli	ott-17	AIM Italia	90	non individuata	nd	nd	nd
IdeaMi	Banca Imi e Dea Capital	dic-17	AIM Italia	250	Gruppo Agrati	Soluzioni di fissaggio	Business Combination non approvata	nd
Space 4	S. Erede, G. Mion, R. Italia, C. Pagliani, E. Subert, A. Ambrosio e E. De Bernardi	dic-17	MIV	500	Guala Closures	Chiusure non-refillabile	ago-18	STAR
Spaxs	C. Passera e A. Clamer Mediobanca, Stefano Giambelli,	gen-18	MTA	600	Illimity Bank	Bancario	mar-19	AIM Italia
ALP.I	Roberto Marsella, Massimo Perona e Stefano Rangone	feb-18	AIM Italia	100	Antares Vision	Farmaceutico	apr-19	AIM Italia
VEI 1	Palladio Holding	feb-18	AIM Italia	100	non individuata	nd	nd	nd
Life Care Capital	A. Gavirati, C. Castellano, J. Vender, L. Sala, A. Piga	mar-18	AIM Italia	140	non individuata	nd	nd	nd
Gabelli value for Italy	Gabelli Investment Partners International	apr-18	AIM Italia	110	non individuata	nd	nd	nd
Archimede	A. Battista, G. Rosmarini e M. Carbone	mag-18	AIM Italia	47	Net Insurance	Assicurazione	dic-18	AIM Italia
TheSpac	MGalateride Genola, V. Borromeo e G. Lega	lug-18	AIM Italia	60	non individuata	nd	nd	nd
Spac-in-Cloud	Ipo Club, Electa Venture	nov-18	AIM Italia	22,5	Digital Value	Information Technology	nov-18	AIM Italia
Gear 1	A. Camuffo, M. Cozzolinie M. Nobili	feb-19	AIM Italia	30	Comer Industries	Ingegnistico e meccatronico	mar-19	AIM Italia
Innova Italy Partners	F. Conti, M. Costaguta, P. Ferrario, F. Gianni e A. Pansa	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd
				Totale	4021			
				Media	125,66			
				Mediana	100			

Legenda dati:

- In blu*: veicoli societari simili alle SPAC ma tecnicamente differenti;
- In azzurro*: SPAC che non sono riuscite a concludere la business combination;
- In grigio*: SPAC che non hanno ancora individuato la società target;
- In verde*: club deal che ricalcano la struttura delle SPAC.

Dai dati esposti nella tabella sopra riportata è possibile delineare l'eterogeneità che, soprattutto negli ultimi anni, ha caratterizzato sempre di più le SPAC italiane.

Innanzitutto, occorre precisare che non tutti i veicoli societari riportati in tabella possono essere considerati delle SPAC. È questo il caso di Ipo Challenger, Ipo Club e Ipo Challenger 1: le prime due sono dei fondi chiusi e, più in particolare, anchor investor (gli investitori principali) al 30% di più SPAC o pre-booking company; la terza, invece, è una pre-booking company, ed ossia un veicolo di investimento non quotato, costituito al fine di destinare il capitale degli investitori nell'acquisizione di quote di capitale della società target da quotare in Borsa. In generale, si tratta di veicoli societari che non vengono quotati e che emettono obbligazioni destinate ad essere convertite in azioni della società target in occasione della sua conseguente IPO.

Anche le Spac-in-Cloud non sono vere e proprie SPAC. Esse infatti possono essere definite come le SPAC 4.0, in quanto rappresentano un modello di quotazione innovativo che unisce i vantaggi della SPAC tradizionale a quelli della raccolta di capitali digitale della piattaforma ELITE Club Deal. In breve: la società quotanda e i promotori negoziano i termini e le condizioni d'investimento insieme ad un investitore principale (*Cornerstone Investor*), che sottoscrive almeno il 20% dell'offerta totale. Dopo di ciò, l'offerta viene aperta ad altri investitori istituzionali e professionali (i *Follow-on Investor*) che, sulla base delle informazioni della società quotanda, possono decidere di allinearsi o meno all'operazione e quindi di partecipare al pre-book. In questo modo, il processo di quotazione e la raccolta digitale dei capitali avvengono simultaneamente, con l'obiettivo finale di condurre la società target sul mercato borsistico.

Il primo modello di Spac-in-Cloud ha trovato espressione in Digital Value, gruppo di *Information Technology* nato dall'unione della romana Itaware srl e della milanese ITD Solutions spa, che a novembre 2018 si è quotata all'Aim Italia. In tal senso, Simone Strocchi (2018) ha affermato: *“Elite Spac in Cloud è una nuova formula che consente a tutti gli operatori interessati – promotori, imprenditori e società – di coniugare l'efficacia della Spac tradizionale con la necessità di accelerarne il ciclo di vita”* e poi aggiunge *“SPAC in Cloud si propone come modello evoluto e aciclico, diversamente dalla ciclicità delle Ipo tradizionali, o anche rispetto alle Spac tradizionali, che sono tipicamente un player anti-ciclico, ma condizionate da rigidità strutturale e di processo.”*

In prima istanza, sembrerebbe possibile affermare che la mancata diffusione del fenomeno della SPAC possa essere fatta risalire alla struttura troppo rigida dello strumento. Effettivamente, come già sottolineato nel paragrafo precedente, la struttura tradizionale della SPAC presenta un limite non indifferente, ed ossia quello della sequenzialità dell'operazione.

Tale limite emerge anche dall'analisi della mancata realizzazione dell'Operazione Rilevante tra Capital For Progress 2 (o CFP2) e ABK Group Industrie Ceramiche. In quel caso, la SPAC in sede

di IPO aveva raccolto capitali da investitori internazionali che, a seguito delle vicende politiche susseguitesi tra giugno e settembre dello scorso anno, hanno preferito cedere le loro quote a fondi obbligazionari. Questi ultimi generalmente non hanno interesse a portare a termine l'operazione e quindi la bocciano in assemblea, talvolta riuscendo a lucrare sulle quote prese a sconto.

Quello di CFP2 e ABK è un esempio dal quale si evince un gap strutturale generale. Dal momento dell'IPO a quello della business combination passano diversi mesi e inevitabilmente le cose cambiano. Quando le cose cambiano i mercati azionari soffrono di grande incertezza e, di conseguenza, gli investitori (soprattutto se stranieri) preferiscono scegliere dei target d'investimento diversi dalle PMI. Quest'ultima affermazione, però, non si limita a sottolineare il gap strutturale, ma mette in risalto l'interdipendenza tra l'impianto della SPAC e le caratteristiche delle imprese oggetto d'investimento.

Deve esser dato per scontato che il target delle SPAC italiane è quello delle PMI. Di conseguenza, una realtà imprenditoriale buona ma non eccellente, che per la prima volta si avvicina al mercato borsistico, potrebbe "spaventare" o comunque non interessare l'investitore, il quale potrebbe decidere di investire in realtà imprenditoriali maggiormente capitalizzate. Questo perché la decisione di effettuare un determinato investimento non dipende soltanto dalle caratteristiche delle società target, ma anche da tutta una serie di motivazioni socio-politico-economiche che inevitabilmente incidono sull'esito della business combination.

Focalizzando l'attenzione sulle dimensioni, ad oggi la più piccola nonché più veloce risulta essere Gear 1. Si tratta di una SPAC che è stata costituita a febbraio del 2019 e che nel giro di un mese ha portato alla quotazione la società target Comer Industries. La società ha raccolto 30⁹¹ milioni di euro e ha dato vita alla prima *Accelerated Business combination*. In altre parole, una SPAC per così dire "preconfezionata". Infatti, al momento della quotazione i promotori avevano già individuato la società target e l'operazione era già stata approvata dai soci delle due società. In tal senso, il Presidente del Cda di Gear 1 SpA, ha sottolineato: *"Abbiamo voluto proporre un modello di operazione finanziaria che consentisse agli investitori di conoscere già all'atto della sottoscrizione dell'offerta la destinazione dei proventi dell'aumento di capitale. L'auspicio è che le 'accelerated business combination' possano aiutare a portare sul mercato altre aziende con uno schema semplice, veloce e trasparente sia per investitori che per emittenti"*.

La più grande invece è Spaxs, promossa da Corrado Passera e Andrea Clamer che, dopo aver raccolto la cifra record di 600 milioni di euro, a marzo del 2019 hanno portato alla quotazione l'ex

⁹¹ In base a quanto disciplinato da AIM Italia, il valore minimo da dover investire per essere ammessi alla quotazione è di 30 milioni.

Banca Provinciale, oggi ribattezzata sotto il nome di Illimity Bank. Una business combination di altissimo livello che evidenzia l'elevato potenziale di determinate SPAC italiane. Infatti, Spaxs oltre a rappresentare la prima SPAC imprenditoriale italiana finalizzata all'acquisizione e patrimonializzazione di una società operante nel settore bancario; la prima ad essere stata quotata nel segmento MTA e la seconda SPAC più grande d'Europa, è stata anche premiata nell'ambito dei Global Capital ECM Awards come migliore SPAC del 2018.

Gear 1 e Spaxs, dunque, sono due esempi di SPAC dalle dimensioni opposte ma entrambe innovative, dalla struttura flessibile e rivoluzionaria. Inoltre, se la prima rafforza l'evidenza del gap strutturale delle SPAC tradizionali; la seconda⁹², essendo la prima ad aver acquisito la maggioranza del capitale, sottolinea il gap influenzato dal profilo della società target.

Avendo riguardo a quest'ultimo aspetto, dall'analisi delle politiche d'investimento di diverse SPAC⁹³ è emerso che i promotori, quasi per andare incontro alle esigenze di controllo delle imprese familiari italiane, si sono sempre posti l'obiettivo di realizzare degli investimenti di minoranza⁹⁴. Fermo restando che a seguito della business combination la SPAC diventa a tutti gli effetti una società operativa, ci si chiede quanto questa operatività all'atto pratico possa dirsi effettiva, soprattutto se si considera che i promotori⁹⁵ delle SPAC italiane presentano la peculiarità di continuare ad investire in nuove SPAC a seguito del successo della precedente. In altre parole, ci si chiede se l'interesse dei promotori sia finanziario o operativo e, di conseguenza, se l'evento della quotazione in borsa possa essere ridotto a un mero fabbisogno di liquidità delle società target. È vero che lo strumento della SPAC vanta il privilegio di non essere pervasivo e permette alle società target di continuare a

⁹² Durante la cerimonia di quotazione in borsa di Illimity, Raffaele Jerusalem (AD di Borsa Italiana) ha affermato: «*Spaxs credo che sia l'esempio di come utilizzare il modello delle Spac. È la prima che ha comprato con una logica di acquistare la quota di maggioranza, è stata un'idea geniale. Credo che possa essere un esempio che possono seguire anche altri e anche in altri settori. Ha dato lustro alle Spac*».

⁹³ Ai fini dell'identificazione dei requisiti richiesti dalle SPAC, sono state analizzate le politiche di investimento delle seguenti SPAC: Industrial Stars of Italy (1, 2, 3); Space (1, 2, 3, 4); Glenalta e Glenalta food; Innova Italy.

⁹⁴ Dalla politica di investimento di Industrial Stars of Italy 1 “*Indicativamente la Società rivolgerà la propria attenzione soprattutto ma non solo verso società caratterizzate da un equity value compreso tra 150 e 200 milioni di Euro*”. Capitale raccolto in sede di IPO pari a 50 milioni. <http://www.indstars.it/>

Dalla strategia di Innova Italy 1: “*Innova Italy 1 si propone di indirizzare la propria attività di investimento verso società di medie dimensioni, con un equity value indicativamente tra Euro 150 milioni e Euro 300 milioni pre-business combination*”. Capitale raccolto in sede di IPO pari a 100 milioni. <http://www.innovaitaly1.it/>

⁹⁵ Tale aspetto emerge dall'analisi della Tabella 2. Quasi tutti i promotori, a seguito del successo della prima SPAC, hanno continuato ad investire in tale strumento costituendone delle altre. Va tuttavia sottolineato che le ultime SPAC non seguono tale trend. Infatti, i promotori che non hanno ancora individuato la società target sono coloro che per la prima volta hanno costituito una SPAC, e dunque soggetti che non possono vantare di una grande esperienza in materia o che comunque non hanno ancora condotto alcuna ricerca di mercato. Da un lato ciò potrebbe essere un segnale incoraggiante, in quanto potrebbe significare che agli occhi dei promotori lo strumento della SPAC risulta ancora fertile e in grado di interessare nuove risorse, oltre ad attirare quei promotori che hanno già ottenuto dei buoni risultati; dall'altro, è anche vero che gli ultimi risultati non sono del tutto incoraggianti.

mantenere il pieno controllo degli assetti proprietari, ma è altresì necessario valutare quanto la società sia in grado di sostenere un salto dimensionale così grande sostanzialmente da sola.

L'obiettivo di realizzare un investimento di minoranza, inoltre, si scontra con l'ammontare dei capitali raccolti. Infatti, soprattutto negli ultimi due anni, i promotori hanno raccolto dei fondi pari a 100 milioni di euro (Tabella 2). Considerando che il dato deve essere inquadrato nel panorama imprenditoriale nazionale, emerge il dubbio sull'effettiva disponibilità di società target ricercate. Per comprendere meglio quanto appena sostenuto, un esempio pratico può tornare utile.

Come già detto, in media i promotori italiani raccolgono circa 100 milioni di euro e si pongono l'obiettivo di realizzare operazioni di minoranza. Ipotizzando che a seguito della business combination la partecipazione degli investitori si attesti al 30% (requisito minimo per poter accedere al MIV), inevitabilmente la società target dovrà vantare un equity value pari a circa 230 milioni.

Data la struttura del tessuto imprenditoriale italiano, ci si domanda quante siano effettivamente le società target con un equity value pari ad almeno 200 milioni. Infatti, se è vero che ai 100 milioni devono essere sottratte le somme apportate dagli investitori recedenti, è anche necessario ribadire che l'impianto della SPAC richiede il raggiungimento di quorum deliberativi estremamente elevati. Pertanto, oltre al rischio dell'assenza di società target selezionabili, un investimento che va ad altare gli assetti proprietari nonché decisionali potrebbe non interessare le potenziali società target.

Oltre al requisito dimensionale, dall'analisi delle politiche di investimento delle diverse SPAC, è possibile risalire alle altre caratteristiche ricercate dal management team. In particolare, ad attirare l'attenzione dei promotori sono quelle società business-oriented che da sempre hanno puntato sulla crescita dimensionale, ed ossia:

- società a controllo familiare, intenzionate ad accedere rapidamente alla quotazione e disponibili ad accettare una parziale diluizione della propria partecipazione;
- società che presentano una generazione di cassa storica e prospettica sostanzialmente positiva;
- società con un buon posizionamento competitivo, leader internazionali nei rispettivi settori, e con prospettive di crescita a livello nazionale e internazionale;

- società con management professionale, adeguatamente allineato a sistemi di corporate governance e di controllo operativo/gestionale trasparenti e aperto ad avviare una nuova fase di sviluppo per la propria azienda.

Inoltre, un altro requisito che all'atto pratico rappresenta fonte di scelta, ma che talvolta⁹⁶ non è riscontrabile nelle politiche di investimento, è l'aver superato il passaggio generazionale. A sostegno, è possibile far riferimento a diversi casi pratici: Lu-Ve S.p.A, SIT S.p.A, Aquafil S.p.A ed altre ancora. In tal senso, Matteo Nobili, presidente del Cda della SPAC Gear 1, a seguito della business combination con Comer Industries S.p.A, ha affermato: *“abbiamo individuato una società multinazionale con una storia di successo, non solo patrimonialmente e finanziariamente solida, ma, soprattutto, col pregio e la lungimiranza di aver già completato il passaggio generazionale, guidata da un management giovane, competente, coraggioso e ambizioso che saprà cogliere senz'altro le opportunità di crescita che presenta il mercato globale”*.

Dunque, per quanto la SPAC possa rappresentare uno strumento volto a pianificare il passaggio generazionale, talvolta quest'ultimo potrebbe diventare un vero e proprio prerequisito più che un obiettivo. Inoltre, la possibilità di interpretare la SPAC come strumento per la pianificazione del passaggio generazionale potrebbe venire meno se si considera che i promotori italiani spesso hanno interesse nel realizzare investimenti di minoranza e che le imprese familiari non sempre sono disposte a cedere il controllo della propria impresa.

Tale possibilità si riduce ancora di più se si risale a quanto già sottolineato nel secondo capitolo del seguente elaborato. Dato il meccanismo di scelta che contraddistingue lo strumento della SPAC e l'elevato rischio di insuccesso del passaggio generazionale, risulta possibile affermare che la scelta dei promotori inevitabilmente tenderà a ricadere su quelle società che presentano un track-record migliore.

Alla luce delle caratteristiche delle SPAC italiane, è possibile rispondere alla domanda iniziale affermando che i promoter stanno chiedendo più di quello che le società target sono in grado di dare. L'impressione è che le aspettative dei promotori, a differenza di quelle degli investitori, siano andate oltre la reale offerta di società che potrebbero rientrare nel target ricercato e a dimostrarlo sono i dati recenti, non del tutto positivi. Non è un caso che dopo un primo periodo fortunato per le SPAC, le ultime stiano facendo fatica ad identificare le società target. Sicuramente l'impianto della SPAC presenta delle lacune strutturali che permettono di aggirare la funzione principale dello strumento, ma va anche ammesso che in parte tali lacune dipendono dalle caratteristiche delle realtà

⁹⁶ Dalla politica di investimento di ALP.I: *“società e aziende o rami di azienda a controllo familiare, anche coinvolte in processi di successione/ricambio generazionale attuale o prospettico ed interessate a creare un assetto proprietario stabile che possa supportare i piani di crescita nel lungo periodo”*. <http://alpispac.it/>

imprenditoriali italiane: società di piccola e media dimensione, sottocapitalizzate, con particolari esigenze in termini di corporate governance, talvolta con sistemi di controllo non del tutto efficaci e probabilmente non abbastanza mature per la quotazione in Borsa.

Quanto appena sostenuto, tuttavia, non vuole ridimensionare il tessuto imprenditoriale italiano ad una realtà omogenea, ma deve spingere alla conclusione che la SPAC non è per tutti. Certamente, le realtà imprenditoriali italiane possono essere oggetto d'investimento della SPAC, ma non tutte. La SPAC è un'opportunità di crescita dimensionale indirizzata a chi è in grado di dare evidenza di un track record di successo; a chi da sempre ha privilegiato un approccio business-oriented a quello family-oriented; a chi si è mostrato disponibile a rinunciare al controllo totalitario della propria società e ha saputo distinguere gli assetti manageriali da quelli proprietari.

4. SIT GROUP: LA PRECISIONE CONQUISTA LA SPAC

4.1 Introduzione al caso di studio

Ogni processo di ricerca è il risultato di una serie di scelte tra loro interdipendenti, che partono dall'illustrazione di un problema da indagare e si sviluppano prima attraverso la progettazione di uno studio e, in secondo luogo, tramite la sua esecuzione materiale, la raccolta e l'analisi dei dati e, in ultima istanza, la possibile interpretazione dei risultati ottenuti.

Nei capitoli precedenti del seguente elaborato è stato tracciato un quadro teorico relativo al profilo delle imprese familiari italiane, alle principali sfide che queste sono chiamate ad affrontare e alla recente opportunità di crescita della SPAC. La letteratura analizzata, seppur non esaustiva rispetto ai numerosi scenari possibili, ha permesso di identificare un gap culturale che limita lo sviluppo, sia esso generazionale che dimensionale, delle imprese del nostro tessuto imprenditoriale. Nella pratica, il filo conduttore della scarsa cultura organizzativa si traduce in una scelta che un qualsiasi imprenditore a capo di una family firm è chiamato a fare, ed ossia decidere di seguire un approccio family oriented o business oriented.

In base a quanto già illustrato, dovrebbero essere evidenti le ragioni e i vantaggi legati all'adozione di un approccio business oriented. Ciononostante, l'impressione è che la maggioranza degli imprenditori italiani continui a prediligere il metodo family oriented, con il rischio di compromettere la continuità della propria realtà imprenditoriale e l'impossibilità di poter sfruttare le varie opportunità di crescita.

In tal senso, al termine dello studio della teoria, sembra emergere un rapporto di interdipendenza tra crescita generazionale/dimensionale e accesso alla quotazione in borsa tramite la SPAC. Variabili, quest'ultime, che a loro volta vengono influenzate dalla cultura organizzativa (figura 10).

Quanto ipotizzato, inoltre, spiegherebbe anche il mancato sviluppo delle SPAC in Italia. Infatti, dall'analisi dello stato di avanzamento dello strumento, è emerso che dopo un primo periodo di grande diffusione, oggi si sta assistendo ad un drastico rallentamento dello stesso. Ciò, probabilmente, a causa dell'atteggiamento troppo conservativo e avverso al rischio degli imprenditori italiani.

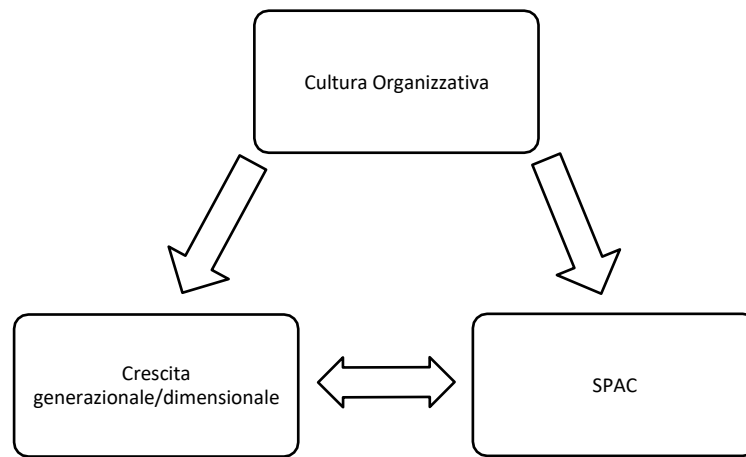


Figura 10 - Interdipende tra cultura organizzativa, crescita generazionale/dimensionale e SPAC – Fonte: elaborazione propria

Per meglio comprendere quanto tali interdipendenze possano dirsi effettive, e se effettivamente vi siano delle relazioni causali tra le variabili indagate, si è deciso di ricorrere al metodo di ricerca proposto da Yin (2009), ed ossia quello del *Case Study*. Quest’ultimo, in linea con quanto detto all’inizio del seguente paragrafo, ripropone le varie fasi di un progetto di ricerca, riportate graficamente in figura 11.

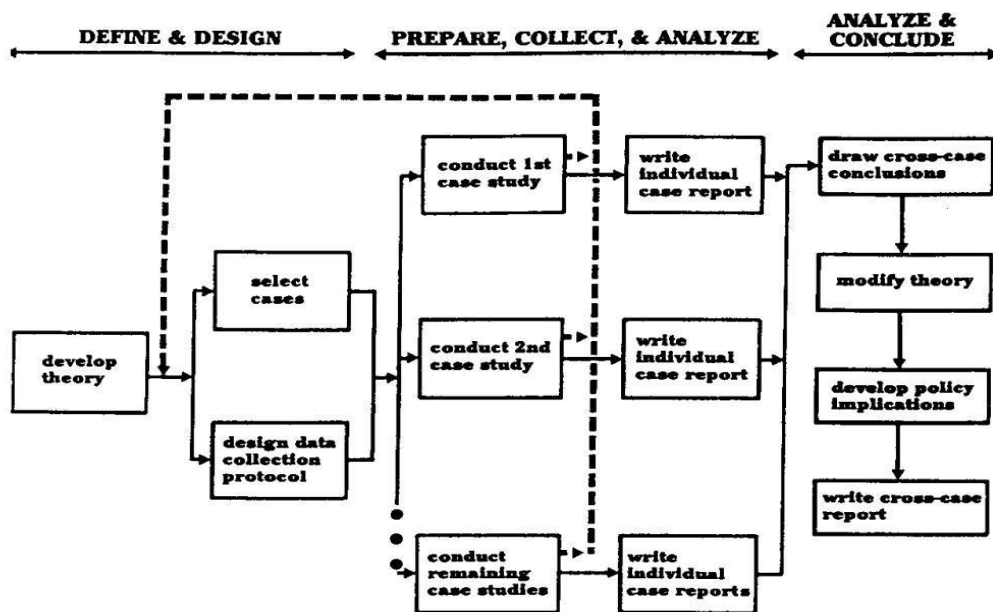


Figura 11- Designing a case study - Fonte: Yin, K. R., 2009.

Il Case Study, in base a quanto affermato dall’Autore, è un’indagine empirica che permette di rispondere a “come” e “perché” specifici fenomeni si sviluppano ed evolvono in un determinato contesto. In particolare, il metodo di ricerca in questione è un’indagine qualitativa, e non statistica, finalizzata ad individuare il “significato” della realtà, tramite il vissuto esperienziale degli individui.

Affinché il ricercatore possa giungere a delle conclusioni sul fenomeno, questi deve porsi delle cd. “domande di ricerca”. Quest’ultima, ai fini del presente lavoro, è stata individuata nella seguente:

- In che modo un’impresa familiare può perseguire un approccio business oriented?

Per rispondere alla domanda di ricerca, con l’obiettivo di fornire delle evidenze empiriche quanto più dettagliate possibili, si è deciso di focalizzare l’attenzione su un Single-Case Study, e non un Multiple-Case Study (Yin, 2009), che vede come protagonista la realtà imprenditoriale della SIT S.p.A.

La scelta della società è legata al profilo del Gruppo SIT, ossia un’impresa familiare patavina che sin dai primi anni di vita ha perseguito un approccio business oriented, concretizzando svariate opportunità di crescita dimensionale, riuscendo a superare con successo il passaggio generazionale e raggiungendo la quotazione in borsa grazie allo strumento della SPAC. La società si presenta dunque come un’eccezione, un’azienda con caratteristiche distintive e calzanti con quanto già analizzato nella parte teorica.

Inoltre, un ulteriore fattore che ha inciso sulla scelta della SIT S.p.A. è stato l’accesso al campo di ricerca. Da anni, infatti, la società manifesta la sua vicinanza e sensibilità verso il mondo universitario, intrattenendo rapporti di collaborazione e condivisione di varie iniziative con l’Università di Padova.

Per la realizzazione del caso di studio, si è deciso di ricorrere a due tecniche di raccolta dei dati: l’analisi documentale e l’intervista di profondità. Quest’ultima, riportata in Appendice, ha visto come interlocutore il Dott. Giuseppe Giofrè, attuale *Chief Governance & Legal Officer*, che ha apportato un preziosissimo contributo all’elaborato. L’intervista risulterà particolarmente utile, non solo per la redazione di quanto segue, ma soprattutto per comprendere come si traduce nella realtà l’adozione di un approccio business oriented e per capire quanto determinate attitudini culturali e imprenditoriali incidono sulle opportunità di crescita di una società.

Infine, è sin d’ora dovuto sottolineare che, come affermato dalla letteratura (Stake, 2005; Yin, 2009), ogni singolo caso di studio è specifico, unico e complesso. Pertanto, se da un lato a seguito dell’analisi sarà possibile comprendere in modo approfondito quanto le variabili indagate hanno inciso sul caso SIT; dall’altro va riconosciuto che questo non potrà comunque essere del tutto generalizzato.

4.2 Il profilo del Gruppo

SIT La Precisa S.p.A., oggi denominata SIT S.p.A., nasce nel 1953 come società a proprietà familiare dall'idea imprenditoriale dei fratelli Pierluigi e Giancarlo de Stefani. La Società Italiana Tecnomeccanica (d'ora in poi SIT o la Società), inizialmente attiva nel settore della meccanica di precisione, attualmente si presenta come un'azienda multinazionale leader nel settore della componentistica per apparecchi a gas. Il Gruppo è nelle mani della seconda generazione della famiglia de Stefani, sotto la guida del Presidente Federico de Stefani, il quale detiene il 73% del capitale sociale. Da sessantasei anni il suo headquarter è sito in Padova.

SIT S.p.A. è la controllante dell'omonimo Gruppo, al momento presente in 66 paesi con più di 2000 dipendenti, 90 brevetti internazionali, 25 sedi commerciali in Europa, America, Asia e Australia e con 7 siti produttivi in Italia, Olanda, Romania, Messico e Cina (Figura 12).

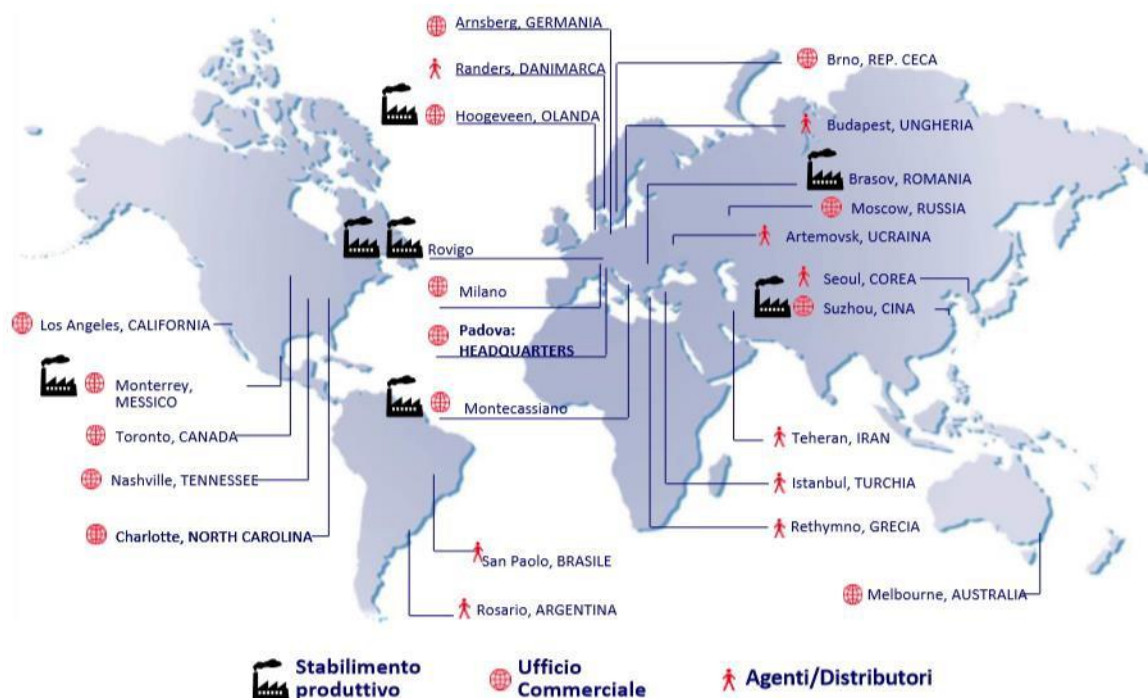


Figura 12 - Copertura globale SIT – Fonte: Presentazione aziendale SIT S.p.A.

Dal punto di vista economico-patrimoniale e finanziario il Gruppo presenta risultati considerevoli, considerando anche la coraggiosa operazione di Family Buy Out avvenuta nel 2014, come dimostrano i recenti trend positivi e in crescita. In particolare, nel 2018 il fatturato ha raggiunto i 359,7 milioni di Euro, con una crescita organica dell'11% rispetto al 2017, mentre l'Ebitda si è attestato a 50,6 milioni di Euro (+ 9,1%). Dagli indicatori di redditività (ROE-ROS) emergono l'efficienza e l'efficacia con cui negli ultimi anni è stato condotto l'intero processo gestionale. Nello specifico, il

ROE (Return on Equity) nel 2018 evidenzia un valore pari al 19,35%, rispetto al -22,06% del 2017, a differenza del ROS (Return on Sales) che nel 2017 si attestava al -6,59%, mentre nel 2018 al 8,92%.

Gli ottimi risultati economico-finanziari, il successo del passaggio generazionale e la presenza del Gruppo in numerose parti del mondo hanno fatto sì che, nel 2017, la Società giungesse alla quotazione in borsa grazie alla business combination con la SPAC *Industrial Stars of Italy 2*, prima all'AIM e dal 2018 nel MTA di Borsa Italiana.

In prospettiva futura, per far fronte alle esigenze sia degli investitori che del proprio mercato, SIT punta su nuove opportunità di crescita interna, ma soprattutto su nuove acquisizioni al fine di ampliare il proprio portafoglio con nuovi prodotti innovativi, investendo anche in aree parallele rispetto al core business.

Infine, alla data del 30 giugno 2019, la struttura societaria del Gruppo si presenta come da figura 13.

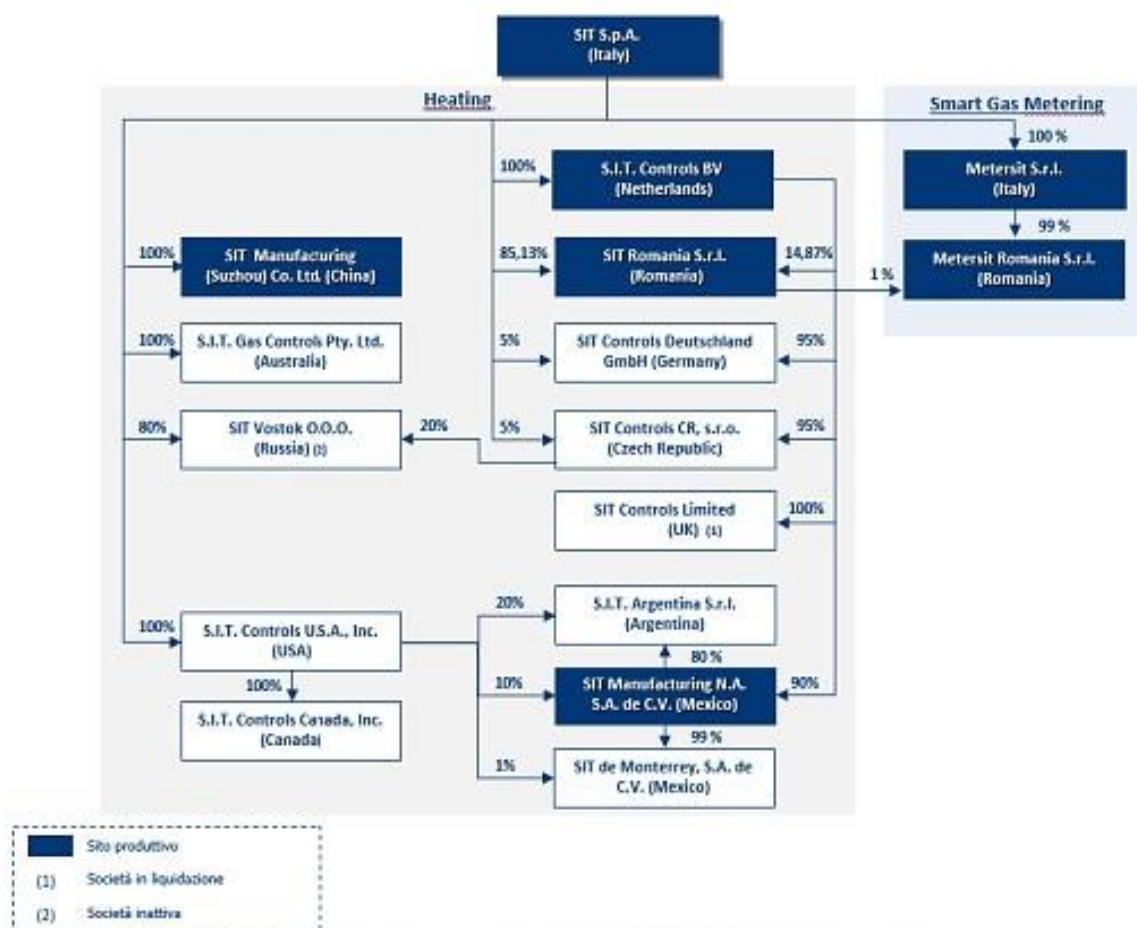


Figura 13 - Struttura organizzativa SIT Group – Fonte: Presentazione aziendale SIT S.p.A. negoziazioni AIM Italia

4.3 Storia e crescita dimensionale

Il profilo odierno del Gruppo SIT è il frutto di una storia ricca di successi e di un costante approccio stakeholder oriented, che negli anni ha fatto sì che la famiglia e il legame con il territorio si fondessero con le performance economico finanziarie e con la capacità di crescita e consolidamento dei risultati ottenuti. Infatti, sin dai primi anni di operatività, la Società si è dotata di un assetto manageriale e di una struttura internazionale business-oriented, che le hanno permesso di distinguersi dalle altre realtà imprenditoriali italiane.

In tal senso, risulta interessante il punto di vista dell'attuale *Chief Governance & Legal Officer* Giuseppe Gioffrè, che nell'intervista⁹⁷ condotta durante la fase di ricerca del seguente caso di studio ha affermato:

“La mia esperienza in SIT è iniziata nel 1993 allorquando ho incontrato un'impresa familiare che, dotata di un solido assetto manageriale ed una struttura internazionale, era già proiettata nel futuro. Nominato dalla famiglia, era già presente un Amministratore Delegato con ampie deleghe. Inoltre, diversamente da altre realtà aziendali di quel tempo dove la famiglia prendeva qualsiasi decisione operativa, già allora c'era piena fiducia nel management che veniva guidato, dai due fratelli de Stefani, con particolare attenzione alle decisioni strategiche o di carattere straordinario”.

La storia del Gruppo ha inizio nel 1953, quando i due fratelli Pierluigi e Giancarlo de Stefani hanno deciso di costituire SIT La Precisa, società attiva nel settore della meccanica di precisione. Dopo circa dieci anni, nel 1964, SIT ha dato subito inizio a un percorso virtuoso di internazionalizzazione, tramite l'esportazione in Germania della prima valvola per apparecchi a gas a controllo meccanico. Successivamente, ha concretizzato la propria crescita organica con l'apertura di diverse filiali estere, sia in Europa che in Australia, America e Asia. Tale strategia di crescita è stata mantenuta fino alla fine degli anni '90, in modo da ottenere nuovi clienti e quote di mercato sempre maggiori. Difatti, inizialmente erano due i principali player del settore: SIT e la concorrente Honeywell. Da qui la decisione di adottare una strategia competitiva di fast follower rispetto al principale competitor americano.

Raggiunta la quota di mercato della società concorrente, sul finire del secolo scorso la strategia è stata focalizzata sulla crescita per linee esterne, sulla costituzione di consociate produttive e non più solamente commerciali, e sulla realizzazione di nuovi prodotti. L'andamento del mercato delle valvole per apparecchiature a gas, infatti, si era rivelato flat e risultava sempre più complesso soddisfare le nuove richieste dei clienti e restare competitivi. Questo spinse il management a valutare

⁹⁷ Vedasi *Appendice* per intervista integrale. Si precisa, inoltre, che: qualora non diversamente specificato, tutte le citazioni presenti nel seguente elaborato sono ascrivibili all'intervista condotta ai fini del caso di studio e individuabili in appendice.

opportunità di crescita parallele e a diversificare il proprio portafoglio. Da qui, la realizzazione delle schede elettroniche e delle ventole di raffreddamento. In realtà, la progettazione della prima scheda elettronica per apparecchi a gas dev'esser fatta risalire al 1989, ma con l'acquisizione della ENCON, azienda olandese specializzata nella produzione del suddetto componente, si è poi assistito alla concretizzazione di tale diversificazione di prodotto.

L'integrazione di ENCON, avvenuta nel 1999 dopo quasi cinquant'anni di crescita per linee interne, ha segnato l'inizio di un nuovo percorso di sviluppo dimensionale. Da quel momento, la cultura aziendale, che inizialmente si era dimostrata restia a forme di alleanze e collaborazione, ha subito un radicale cambiamento e il management ha preso coscienza della necessità di cooperare con nuovi partner per sfruttare sinergie e massimizzare le varie opportunità di crescita. È proprio questo ciò che emerge in base a quanto affermato dal *Chief Governance & Legal Officer*, il quale afferma:

“Premesso che, in quegli anni, lo sviluppo di una cultura manageriale ed organizzativa in azienda era stato fortemente voluto proprio per gestire al meglio la complessità di una struttura organizzativa pensata per rispondere adeguatamente ad un modello di business strutturato a livello intercontinentale e con una gamma di prodotti via via più ampia, si decise di esportare questo modello anche nelle nuove società acquisite, garantendo al contempo lo spazio alle professionalità tipiche delle singole società con l'obiettivo sempre di capire prima e valorizzare poi i punti di forza dell'azienda acquisita”.

All'acquisizione di ENCON ne sono seguite molte altre, quali per esempio CATOBA (azienda italiana produttrice di controlli termoelettrici - 2000); BRAY BURNERS (attiva nella produzione di bruciatori a gas - 2000); OMVL (operante nel settore degli impianti per auto, poi ceduta - 2001); NATALINI (specializzata nella realizzazione di ventilatori e kit di scarico fumi per caldaie - 2004). In questo modo, SIT è riuscita ad offrire ai suoi clienti una vasta gamma di prodotti ed è stata capace di spostare l'offerta da beni, per lo più singoli componenti, a “sistemi prodotto” sempre più evoluti e complessi. Oggi, infatti, SIT vanta della capacità di coprire circa il 20% dei componenti di una caldaia.

Le diverse acquisizioni sono state rese possibili grazie alla situazione finanziaria del Gruppo, che da sempre ha consentito di avere un buon livello di liquidità, senza necessità di strutturare altri strumenti di finanziamento.

L'acquisizione di OMVL è stata invece perfezionata in un'ottica di diversificazione di portafoglio e non di integrazione a valle. In quella circostanza, date le ridotte dimensioni dell'azienda, il management ha deciso di affidare quest'ultima a manager con ampia libertà di gestione.

Quest'ultimo aspetto, in base a quanto affermato dall'attuale Presidente, ancora oggi è uno dei punti di forza che caratterizza la Società:

“Nella scelta del manager giusto conta molto anche l’atteggiamento della proprietà e i valori di cui essa è portatrice. Ci sono casi in cui si tenta di fare i colonizzatori. Nella nostra esperienza, questo modo di procedere non ha avuto molto successo”⁹⁸.

Nei primi anni 2000 sono state costituite le prime filiali produttive, che hanno permesso alla società di presidiare i vari mercati, delocalizzare la produzione e, di conseguenza, prestare maggiore attenzione alle esigenze dei clienti. La prima consociata produttiva è stata costituita in Olanda, per la produzione e la vendita delle schede elettroniche. Nel 2000, è stata altresì costituita SIT Messico al fine di servire i mercati del Canada, USA, Messico, Sud America (Argentina) ed è stata inoltre avviata una prima produzione locale in Cina (Shanghai). Successivamente, la capacità produttiva è stata ulteriormente incrementata grazie alla costituzione di nuove filiali, quali quella rumena a Brasov, pensata soprattutto per rispondere alla logica di essere più vicini ai propri clienti del mercato russo, ucraino e polacco, sia quella cinese a Suzhou per servire il mercato locale.

Se da un lato la dirompente crescita dimensionale del Gruppo ha richiesto forti investimenti, coraggio imprenditoriale ed un costante impegno nel riadattare la cultura organizzativa con le varie realtà aziendali, dall'altro essa ha permesso alla società di far fronte alle nuove sfide del contesto competitivo internazionale, confermando l'inevitabilità di un tale processo di cambiamento; un percorso che è stato meglio concretizzato nel 2009 con la decisione di focalizzarsi sul business *Heating e Smart Gas Metering*, la costituzione della *Joint Venture MeteRSit*, avente lo scopo di progettare e produrre contatori gas telegestibili, e la cessione di OMVL.

⁹⁸ Intervento del Presidente Federico de Stefani in un'intervista rilasciata a *Executive Manager*. Fonte: AA. VV., 2008, Finanza strategica e finanza operativa in un gruppo industriale internazionale. Il caso SIT Group. *Executive Manager*.

4.4 Il business

SIT sviluppa e produce dispositivi per la misura dei consumi e sistemi per la sicurezza, il comfort e l'alto rendimento degli apparecchi domestici a gas.

La Mission della società viene perseguita attraverso le due divisioni principali (Figura 14).



Figura 14 – Le divisioni del Gruppo SIT – Fonte: SIT S.p.A.

La divisione *Heating* rappresenta il business tradizionale ed è gestita dalla Capogruppo SIT S.p.A., che sviluppa e produce componenti e sistemi per il controllo, la regolazione e la sicurezza del gas negli apparecchi per il riscaldamento domestico (caldaie, scaldabagni, caminetti, stufe), negli impianti di cottura e ristorazione collettiva e negli elettrodomestici. Più precisamente, SIT realizza controlli meccanici (principalmente valvole per la regolazione e la sicurezza degli apparecchi a gas, 61% dei ricavi della divisione Heating; controlli/sistemi elettronici (19% delle vendite); ventilatori per il riscaldamento (9%); sistemi di scarico fumi (8%); sensori e sistemi integrati, che vengono forniti ai principali produttori di apparecchi a gas.

La divisione *Smart Gas Metering*, invece, è espressione dell'approccio business oriented che da sempre caratterizza SIT. Tale area strategica d'affari è stata implementata come risposta alla nuova sfida dell'Industria 4.0 e per rispondere alle specifiche della Direttiva UE del 2009-73. In riferimento a quest'ultima, la risposta di SIT è stata immediata, tanto che nel 2009 è stata costituita la *Joint Venture MeterSit*. La società si occupa dello sviluppo, della produzione e della distribuzione di contatori gas di nuova generazione, intelligenti e telegestibili, con funzionalità remote di controllo, misurazione del consumo, lettura e comunicazione. Dopo un primo periodo di crescita sostenuta, nel 2016, con la costituzione di *MeterSit Romania S.r.l.*, il Gruppo ha iniziato a registrare una vera e propria accelerazione del nuovo business (+142% nel 2016). Oggi, il segmento *Smart Gas Metering* rappresenta una scommessa per il futuro del Gruppo, che grazie alla strategia da first-mover, può certamente vantare di un vantaggio competitivo e significativo rispetto agli altri concorrenti, sia nazionali che esteri.

Al primo semestre del 2019, i ricavi (167,24 milioni di euro) generati dalla divisione *Heating* ammontano a circa il 73,6%, a differenza della seconda ASA *Smart Gas Metering*, la quale attualmente copre il rimanente 25,4% dei ricavi⁹⁹ di SIT.

La Società opera nei mercati industriali (B2B) internazionali seguendo la logica “*local for local*”, che comporta la presenza di impianti di produzione vicini ai mercati principali e, di conseguenza, una riduzione dei tempi di gestione delle richieste dei clienti. Seguire questi ultimi, e garantire loro la massima qualità, è sempre stato uno dei principi della filosofia di SIT. Proprio in questo modo, nel tempo, la Società è riuscita a instaurare dei rapporti di lunga durata con i suoi clienti, favorendo delle relazioni di reciproco scambio e di collaborazione full time. Inoltre, ciò che distingue SIT dai suoi competitors è anche la capacità di offrire una gamma completa di prodotti e componenti, focalizzando la propria strategia sul concetto di domotica e riuscendo a controllare tutto ciò che riguarda la gestione del gas all’interno di uno stabile. In aggiunta, puntando su elevati standard qualitativi, la Società riesce ad innalzare vere e proprie barriere all’entrata e a creare lock-in con i vari clienti. Strategia che viene rafforzata dalle numerose certificazioni ottenute¹⁰⁰.

È proprio in questo modo che SIT, tra gli altri primati e grazie ai sempre crescenti investimenti in R&D e innovazione, si è imposta come leader mondiale nella produzione di valvole multifunzionali di sicurezza e regolazione per gas e come principale player europeo sul mercato dei controlli elettronici non captive. Difatti, il 65% del fatturato è realizzato al di fuori dell’Italia e anche la distribuzione dei dipendenti segue lo stesso andamento (Figura 15).

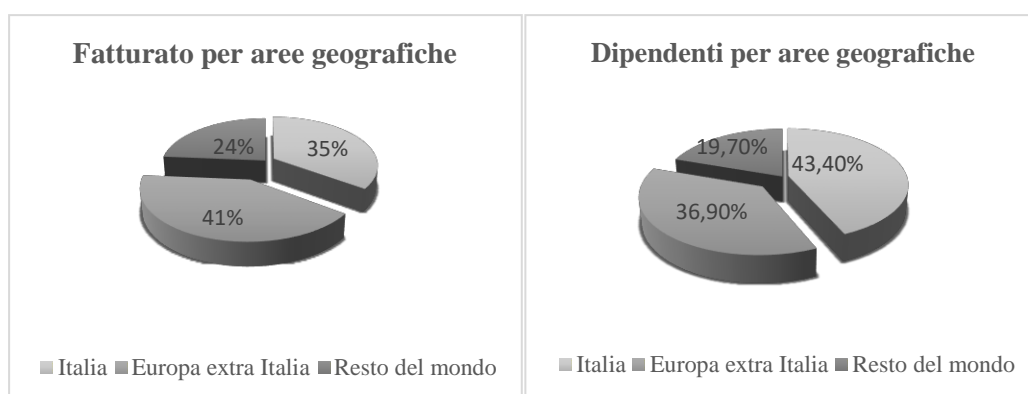


Figura 15 - Fatturato e dipendenti per aree geografiche – Fonte: Elaborazione propria su dati 2018 iscritti in bilancio SIT S.p.A.

⁹⁹ Al primo semestre 2019, l’1% restante risulta imputabile a “altri ricavi”.

¹⁰⁰ Tutti gli stabilimenti produttivi vantano di certificazioni ISO 9001:2000 ed alcuni anche di certificati ISO 14001 (ambientale).

4.5 Il passaggio generazionale

SIT rientra nel 33% di imprese familiari che riescono a superare con successo il primo passaggio generazionale. Oggi infatti la società è gestita da Federico de Stefani, figlio di uno dei due fondatori, il quale nel 2014, a seguito di un'operazione di *Family Buy-Out*, ha rilevato il restante 60% (circa) delle azioni della Società.

In base a quanto affermato in un'intervista dal Dott. Gioffrè, è stata la lungimiranza dei fondatori a garantire il successo del passaggio generazionale. In particolare, i fratelli de Stefani negli anni '90 hanno incaricato dei consulenti esterni alla società per pianificare un nuovo sviluppo aziendale e codificare delle regole che mirassero alla continuità dell'impresa di famiglia. Al fine della progettazione del ricambio generazionale, i fondatori hanno identificato un percorso che garantisse la continuità aziendale nelle mani dei propri successori ed evitasse che questa venisse venduta a soggetti esterni. Complice di tale successo è stata anche la volontà degli altri figli di continuare a dare vita alla tradizione familiare.

La complicità e la complementarietà dei fondatori di SIT, Pierluigi e Giancarlo de Stefani, non hanno reso necessaria la costituzione formale di un consiglio di famiglia. Quest'ultimo, però, è stato compensato dall'identificazione di un Amministratore Delegato, un traghettatore con comprovata esperienza, che ha favorito la crescita imprenditoriale dei quattro fratelli de Stefani, figli di uno dei fondatori.

Il processo del passaggio generazionale è stato graduale. Inizialmente, ai quattro fratelli sono state assegnate delle mansioni all'interno del Gruppo, al fine di introdurli negli affari imprenditoriali e per permettergli di sviluppare capacità manageriali. Federico de Stefani, attuale Presidente e Amministratore Delegato, prima di ricoprire questo ruolo, ha lavorato presso clienti del Gruppo, in società di consulenza, per poi ricoprire diverse posizioni in Italia ed all'estero all'interno del Gruppo, mentre le altre sorelle hanno agito nelle aree di amministrazione, controllo di gestione e gestione finanziaria. Successivamente, venuti meno i due fondatori, i quattro fratelli, ormai entrati in simbiosi con la realtà SIT, hanno iniziato a presenziare nel Consiglio di Amministrazione, insieme al citato Amministratore Delegato.

In base a quanto affermato dall'attuale *Chief Governance & Legal Officer*, che ha vissuto personalmente il periodo della successione:

“Il passaggio è stato correttamente pianificato e le normali criticità che in questi passaggi si verificano sono state affrontate con molta chiarezza e lucidità. Quindi, pur con le ovvie difficoltà, è stato superato positivamente. Alla base di questo risultato fondamentale è stata la reciproca fiducia fra la vecchia e la nuova generazione da un lato, ed il management dall'altro.”

Nel 2014, l'attuale Presidente confezionò una coraggiosa operazione di Family Buy Out ed acquisì le quote di proprietà dalle sorelle. In particolare, a seguito di un significativo finanziamento, Federico de Stefani acquisì la quasi totalità delle azioni di SIT tramite SIT Technologies (newco). L'operazione, che comportò un temporaneo indebitamento della società, d'altro canto, creò stabilità di governance nel lungo periodo, favorendo l'ulteriore affermazione della leadership di SIT S.p.A. nel proprio settore. In quell'occasione, il coraggio e l'attitudine imprenditoriale del de Stefani sono stati in particolar modo premiati da importanti fondi internazionali, che allora investirono in una società italiana non quotata.

4.6 La quotazione in borsa

La quotazione in borsa di SIT è arrivata dopo un lungo periodo di preparazione, sia in termini di *corporate governance* che di crescita dimensionale. Già negli anni '90, nel Consiglio di Amministrazione sedevano anche amministratori indipendenti. Inoltre, nel 2009, prima ancora di vantare dello status di impresa quotata, la società aveva implementato un sistema di *corporate governance*, che seguiva le raccomandazioni del codice di autodisciplina di Borsa Italiana. In particolare, il Consiglio di Amministrazione veniva affiancato da un Comitato di Controllo Interno e da un Comitato Strategico: il primo, al fine della verifica del rispetto delle procedure e del sistema di controllo in generale; il secondo, invece, per analizzare in via preventiva le proposte strategiche del CEO per poi presentarle al CdA.

Forte di una presenza globale, e avendo concluso con successo il passaggio generazionale, l'approdo in Borsa veniva ormai considerato come *“un caposaldo del percorso di crescita costruito su quattro cardini: la leadership di mercato, la stabile redditività, la capacità di innovare e l'elevato potenziale di crescita interna ed esterna”*¹⁰¹. Da qui la decisione di individuare un canale di investimento, che permettesse di accedere al mercato borsistico nel minor tempo possibile.

La risposta al desiderio di quotarsi in tempi brevi si è presentata nell'inverno del 2016, a seguito del precedente ingresso in Borsa della SPAC *Industrial Stars of Italy 2* (ISI2), avvenuta nel maggio del medesimo anno. Come affermato dal Dott. Gioffrè: *“Fortunatamente abbiamo trovato una SPAC molto collaborativa e quindi, con un grosso lavoro da parte di tutti, abbiamo raggiunto i traguardi che ci eravamo posti con ragionevole velocità”*.

Industrial Stars of Italy 2 S.p.A., seconda SPAC costituita dai promotori Attilio Arietti e Giovanni Cavallini, si poneva come una SPAC dalla struttura tradizionale, costituita con lo scopo di

¹⁰¹ Intervento del Presidente Federico de Stefani in un'intervista rilasciata a *Economia e Finanza*. Fonte: Paolini, R., 2017, *Le caldaie intelligenti vanno in Borsa grazie a Spac Industrial Stars of Italy 2*, *Economia e Finanza*.

portare alla quotazione Mid Cap italiane con forte potenziale di crescita nazionale e estero. A seguito dell'approdo in borsa, in fase di IPO, i promotori hanno effettuato la raccolta necessaria per acquisire una percentuale di partecipazione di una società target, poi individuata in SIT S.p.A..

Le condizioni dell'offerta sono state rivolte esclusivamente a investitori istituzionali italiani ed esteri e il prezzo di sottoscrizione è stato fissato a 10 euro per azione ordinaria, con l'assegnazione di un warrant gratuito ogni due azioni al momento dell'IPO e uno ulteriore che sarebbe stato assegnato agli azionisti non recedenti, a seguito della business combination. Anche i promotori hanno investito nella citata operazione.

L'obiettivo dei fondatori della SPAC era quello di puntare alla fusione con una società target, con risultati in costante crescita (Figura 16) e un equity value tra i 120 e 250 milioni di euro. Questo risultato è stato raggiunto grazie all'identificazione di SIT S.p.A., il cui equity value è stato valutato €172,47 mln (6.75x EBITDA Adjusted).

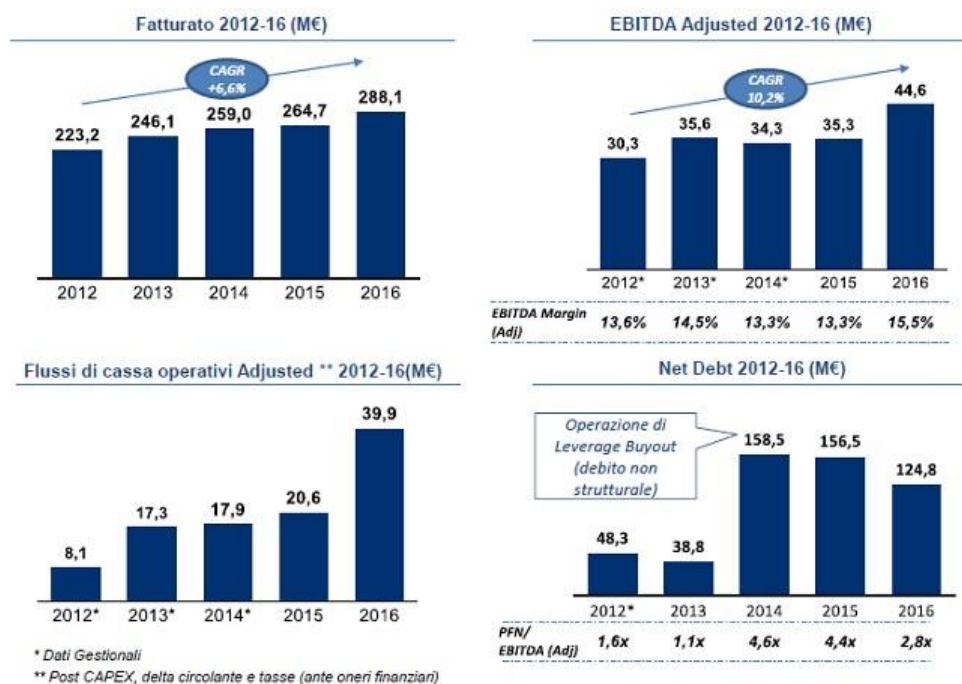


Figura 16 - Principali risultati SIT S.p.A 2012-16 - Fonte: Presentazione al mercato regolamentato ISI 2 – SIT S.p.A.

Il 25 febbraio 2017 l'accordo quadro è stato presentato all'assemblea degli azionisti di ISI 2 e, a maggio, è stato approvato all'unanimità dei presenti (61% del totale). Inoltre, nessun azionista ha esercitato il diritto di recesso.

La business combination tra SIT e ISI 2 si è concretizzata sotto forma di fusione per incorporazione inversa, a seguito della quale tutte le risorse di ISI 2 sono state destinate a un aumento del capitale sociale di SIT. Più precisamente, non è stata ceduta alcuna azione e il capitale è stato aumentato di 22M€.

Contestualmente alla business combination, il 20 luglio 2017, le azioni ordinarie e i warrant di ISI 2 sono stati revocati dalle negoziazioni e annullati, mentre quelli di SIT sono stati ammessi su AIM Italia. L'operazione straordinaria è stata strutturata in modo tale da garantire al Presidente Federico de Stefani di continuare a possedere il controllo maggioritario di SIT S.p.A., per una percentuale pari al 76,80%. La restante parte, invece, è stata riconosciuta agli investitori di Industrial Stars of Italy 2, andando pertanto a rappresentare in buona parte il flottante. Durante la stipula dell'atto, inoltre, è stato siglato un accordo di lock up, che vincolava SIT Tech (detenuta al 100% dal Presidente de Stefani) a mantenere il controllo di SIT e, di conseguenza, a non cedere alcuna delle proprie azioni sul mercato per un periodo massimo di 36 mesi.

In termini di corporate governance, l'ingerenza dei promotori della SPAC è stata limitata. In particolare, a seguito della fusione, il Consiglio di Amministrazione avrebbe compreso: la maggioranza dei consiglieri su designazione di SIT Tech; i due promotori della SPAC e tre amministratori indipendenti. Inoltre, è stato stabilito che l'approvazione dei due promotori della SPAC sarebbe stata richiesta principalmente nelle deliberazioni del CdA riguardanti le più importanti decisioni strategiche e che questi sarebbero rimasti in carica fino ai 3 anni successivi al momento della business combination. Relativamente al collegio sindacale, invece, è stato deciso che i membri sarebbero stati nominati da SIT Tech (2 membri effettivi) e 1 membro effettivo dai promotori.

Grazie anche all'operazione rilevante con la SPAC, SIT è riuscita a migliorare la propria posizione finanziaria, a suo tempo gravata dall'operazione di Family Buy Out. Tra gli altri aspetti positivi, in base a quanto affermato dal Presidente de Stefani in un'intervista:

“La raccolta di circa 50 milioni di cassa ci ha permesso di proseguire nel nostro piano di investimenti e i manager Arietti e Cavallini hanno apportato un grande bagaglio di esperienza e competenza alla nostra impresa”¹⁰².

Già al momento della quotazione, per SIT l'AIM rappresentava una palestra, un trampolino di lancio che nel breve termine avrebbe portato al salto nel segmento standard. L'AIM veniva infatti considerato come un mercato troppo locale e di dimensioni ridotte, con una platea di investitori non completa per il business internazionale di SIT. Tale obiettivo è stato presto concretizzato e dal 28 novembre 2018 le azioni SIT vengono trattate sul Mercato Telematico Azionario di Borsa Italiana.

¹⁰² Intervento del Presidente Federico de Stefani in un'intervista rilasciata a *Borsa Italiana*. Fonte: AA. VV., 2019, SIT il colosso dell'Heating guarda a nuove acquisizioni. *Borsa Italiana*

Oggi, a distanza di un anno dal passaggio all'MTA, il Presidente de Stefani riconduce il successo di SIT a tre elementi fondamentali: cultura finanziaria, management all'altezza e piano industriale ambizioso e concreto. In tal senso, egli afferma:

“Fin dal principio del nostro percorso, abbiamo pensato a cosa avremmo potuto fare, al nostro prodotto e ai mercati potenziali in cui agire, solo poi agli strumenti finanziari per raggiungere i nostri obiettivi. Quando si hanno le idee chiare, un prodotto competitivo e una cultura imprenditoriale adeguata alle sfide, le risorse arrivano, nelle modalità che si valutano più opportune per la propria crescita”.

4.7 Considerazioni sul caso di studio

Il caso di studio della SIT S.p.A. è la testimonianza empirica di quanto sia fondamentale la cultura organizzativa in un'impresa familiare. Dall'analisi documentale e dall'intervista di profondità, infatti, è emerso che la Società, negli anni, ha costruito il proprio percorso di crescita privilegiando un approccio business oriented.

Sin dai primi anni di operatività, i fondatori hanno dato prova di saper gestire le priorità imprenditoriali rispetto a quelle familiari, crescendo prima organicamente e successivamente per linee esterne. SIT è una società che ha saputo concludere numerose acquisizioni ma, soprattutto, che ha dimostrato di saper integrare e riconoscere le competenze altrui.

Inoltre, l'esperienza SIT dimostra come determinate attitudini comportamentali, indirettamente, influiscono anche sullo sviluppo delle imprese business oriented.

Con riferimento al passaggio generazionale, è emerso che SIT rientra nel 7% di realtà italiane che si dotano di regole e/o strumenti di governo volti a pianificare la continuità imprenditoriale. Già negli anni '90, infatti, i fondatori avevano la volontà di mantenere la propria impresa nelle mani della famiglia de Stefani. Se si considera che il processo di successione è stato ultimato vent'anni dopo, grazie al coraggio imprenditoriale dell'attuale Presidente, diventa possibile affermare che l'impossibilità della pianificazione, riscontrata dall'analisi della letteratura, non è altro che un pretesto, volto a rimarcare il desiderio di mantenere il potere e il controllo sull'impresa da parte del fondatore.

Senza altro, la presenza dei quattro fratelli e la loro intenzione di continuare a dar vita alla tradizione familiare ha influito sul successo dell'operazione. Ciò, però, non è sempre un dato assoluto. Pertanto, bisognerebbe iniziare a riconoscere l'importanza della pianificazione, soprattutto per evitare, qualora possibile, che meritevoli realtà imprenditoriali italiane vengano liquidate o vendute a terzi.

Come è emerso dal caso di studio, il passaggio generazionale è stato favorito sia dalla crescita dimensionale già consolidata, che ha permesso ai futuri successori di crescere in ambienti sfidanti, che dall'esperienza di un manager di provata esperienza a loro affiancato nella loro crescita professionale all'interno del Gruppo.

La figura di quest'ultimo, soggetto esterno alla famiglia, è stata fondamentale nel percorso di sviluppo dei giovani de Stefani e, in generale, della società. Questo non può far altro che confermare quanto sostenuto nella parte teorica dell'elaborato, che ha messo più volte in risalto l'importanza di

risorse umane con capacità imprenditoriali e manageriali che, talvolta, possono essere individuate solo al di fuori del contesto familiare.

In tal senso, SIT rappresenta un'eccezione italiana. Ciò è emerso anche dall'intervista con il Dott. Gioffrè, che ne ha sottolineato l'eccellente struttura di *corporate governance*. Già negli anni '90, infatti, la società si era dotata di un assetto manageriale business-oriented, che non sempre si può riscontrare nelle imprese familiari italiane. Inoltre, ancora prima di godere dello status di quotata, la società vantava dei vari organi di governo disciplinati dal codice di autodisciplina, messo a disposizione da Borsa Italiana. Pertanto, è possibile affermare che, da sempre, SIT è una tra le poche *imprese aperte* del tessuto imprenditoriale italiano, che fa dell'innovazione manageriale un suo punto di forza.

SIT è anche una società che ha saputo riconoscere non solo i propri pregi, ma anche i punti di possibile miglioramento. È proprio quest'ulteriore aspetto che contraddistingue la Società dalle altre. Durante l'intervista, infatti, il Dott. Gioffrè ha reso nota più volte la debolezza insita nel core business tradizionale, ossia il fatto di operare in un segmento di mercato flat; situazione questa migliorata con l'introduzione della nuova divisione Gas Metering che opera in un mercato più dinamico.

L'insieme di questi traguardi ha permesso a SIT di conquistare il consenso per la business combination con la SPAC Industrial Stars of Italy 2. La quotazione in borsa, per SIT, ha rappresentato un'opportunità di crescita dimensionale, grazie alla quale è riuscita anche a migliorare la propria situazione finanziaria dopo l'operazione di Family Buy Out.

SIT, inoltre, è anche la dimostrazione di come si può continuare ad essere una società a proprietà familiare, nonostante l'approdo nei mercati regolamentati. Di conseguenza, come sostenuto all'inizio dell'elaborato, non è il controllo, ed in particolare la cessione di quote di minoranza, a porsi come limite alla crescita delle imprese familiari, quanto piuttosto l'ingerenza di soggetti terzi negli assetti decisionali e manageriali.

Pertanto, in definitiva, è possibile affermare che la cultura organizzativa ha avuto un'influenza significativa sia sulla crescita dimensionale, che sul passaggio generazionale, che sulla quotazione in borsa tramite la SPAC. Allo stesso tempo, esiste anche una relazione di interdipendenza tra le opportunità di sviluppo e il nuovo strumento di finanza innovativa. Per tali ragioni, a parer di chi scrive, il modello ipotizzato in figura 10, può dirsi valido.

Certamente, tale conclusione non deve ritenersi definitiva, né tantomeno esclusiva. Dal caso di studio, per esempio, è emerso un ulteriore fattore ed ossia che le SPAC, talvolta, vengono costituite (quasi) per soli fini speculativi e ciò potrebbe incidere sullo stato di avanzamento del fenomeno.

Inoltre, anche le condizioni di mercato potrebbero non essere tra le migliori per spingere le imprese familiari a fare il fatidico salto dimensionale.

Ciononostante, la cultura organizzativa incide su un qualsiasi percorso di crescita, indipendentemente dalla quotazione in borsa. Che esista un gap culturale è indubbio e, in ogni caso, è stato dimostrato che la variabile oggetto dell'indagine ha fortemente influito nel caso SIT e nel raggiungimento degli aspirati traguardi.

CONCLUSIONI

L'obiettivo cardine del seguente elaborato è stato quello di evidenziare l'importanza della cultura organizzativa in un'impresa familiare. Ciò, per poter sfruttare al meglio le varie opportunità di crescita, come nel recente caso delle Special Purpose Acquisition Company.

Dall'analisi della struttura delle imprese familiari italiane è emerso che l'economia del nostro Paese è influenzata da un eccessivo approccio family-oriented, in base al quale la famiglia tende a prendere il sopravvento sugli affari imprenditoriali. Tale caratteristica è stata riscontrata tanto negli assetti proprietari, quanto, se non soprattutto, in quelli gestionali. In particolare, la trattazione ha messo in risalto la tendenziale scarsa volontà degli imprenditori di condividere gli affari di famiglia con soggetti terzi, con la conseguenza di limitare lo sviluppo dell'impresa al ristretto nucleo familiare.

In tal senso, è emerso che se le imprese familiari rappresentano una determinante fondamentale del sistema economico di ogni Paese, lo stesso non può dirsi per la struttura della *corporate governance*. Infatti, a seguito del confronto con le strutture manageriali di imprese estere, è stato evidenziato che, nel 66% dei casi, il management delle family firms italiane è composto esclusivamente da soggetti appartenenti alla medesima famiglia. In questo modo, ormai da anni, le imprese continuano a rimanere piccole e ad essere gestite attraverso degli assetti di *corporate governance* inadeguati, in cui si assiste alla monopolizzazione della realtà imprenditoriale nelle mani dell'azionista di riferimento.

Pertanto, prima ancora che di gap strutturale, bisognerebbe iniziare a focalizzare l'attenzione sulla scarsa cultura organizzativa, che influisce sulla crescita e sulla continuità delle nostre imprese. In tal senso, si è provato ad evidenziare la mancanza di cultura manageriale mettendo in risalto le due principali sfide che ogni family business è chiamata ad affrontare: la crescita generazionale e la crescita dimensionale.

Il passaggio generazionale è stato analizzato come un processo che va pianificato, e non come un mero evento. Ciononostante, è emerso che soltanto il 7% degli imprenditori italiani si dota di regole e/o strumenti di governo (patti di famiglia, consiglio di famiglia, family business meetings, etc.) volti a garantire, per quanto possibile, la continuità della propria azienda. Questa percentuale può essere letta unicamente in chiave negativa, soprattutto se si considera che solo il 33% delle imprese familiari riesce a superare con successo il primo ricambio generazionale e che, nel breve termine, un imprenditore italiano su due dovrà affrontare la successione.

Anche in questo caso, a parer di chi scrive, la ragione di un tale dato va ricercata nel gap culturale e nella struttura padronale delle imprese del nostro Paese. Difatti, se da un lato la simbiosi tra fondatore e impresa può essere comprensibile, dall'altro è inspiegabile un atteggiamento così tanto conservativo e poco lungimirante, soprattutto se si considerano le possibili disastrose conseguenze che potrebbero scaturirne.

Per troppo tempo, inoltre, si è creduto che il piccolo fosse veramente bello. Oggi, però, l'economia è caratterizzata dall'Industria 4.0, dall'innovazione tecnologica ed organizzativa, dalla competizione globale, dalla crescita per linee esterne. Sfide, quest'ultime, che richiedono risorse, finanziarie e manageriali, talvolta riscontrabili soltanto al di fuori del nucleo familiare e che, di conseguenza, dovrebbero spingere gli imprenditori ad aprire la struttura societaria a soggetti esterni.

Anche la dimensione rappresenta una minaccia per il futuro. Questo perché lo scenario economico odierno è molto meno ospitale rispetto a quello di vent'anni fa, quando la tecnologia e la globalizzazione non si erano ancora del tutto affermate. Tali considerazioni devono spingere alla conclusione che ormai "il piccolo" va interpretato in senso stretto, ed ossia come una naturale fase di transizione che le imprese familiari italiane devono iniziare a superare, per evolversi, crescere e restare competitive.

In quest'ottica, per permettere alle PMI di sfruttare nuove opportunità di crescita, è stato inserito il nuovo strumento della Special Purpose Acquisition Company. Quest'ultimo, è stato presentato come un mezzo di finanza innovativa che conduce alla quotazione in borsa in breve tempo. Inoltre, tra i tanti vantaggi dello strumento, sono stati anche evidenziati il basso costo da sostenere per concludere l'Operazione Rilevante; il basso rischio di esposizione alle oscillazioni di mercato e la possibilità, a seguito della business combination, di vantare di ingenti somme di liquidità da destinare a nuove opportunità di crescita dimensionale.

Tuttavia, dall'analisi della struttura e delle politiche di investimento di diverse SPAC, è emersa la peculiarità del meccanismo di scelta. In particolare, è stato messo in rilievo che ad attirare l'attenzione dei promotori sono quelle società target che rispettano determinati requisiti dimensionali/manageriali e dimostrano di vantare un track record di successo. Tale aspetto, considerate le caratteristiche delle imprese familiari italiane, ha spinto alla conclusione che la SPAC non è per tutti, ma soltanto per quelle società che dimostrano un'innata cultura organizzativa.

Quanto sostenuto, inoltre, si è posto come possibile riscontro alla cristallizzazione dello stato di avanzamento delle Special Purpose Acquisition Company in Italia. Infatti, dall'elaborato è emerso che mentre nel periodo 2017/2018 sono state costituite ben diciotto SPAC, alla data attuale dell'anno

in corso ne è stata costituita soltanto una e alcune di esse non hanno ancora identificato la società target.

Per comprendere in profondità quanto la cultura organizzativa possa incidere sullo sviluppo del fenomeno, si è infine deciso di condurre un *Case Study*, che ha visto come protagonista SIT S.p.A..

A seguito dell'analisi documentale e dell'intervista di profondità, SIT si è rilevata come una multinazionale gestita dalla seconda generazione della famiglia de Stefani, che per anni ha inseguito il desiderio dell'approdo in borsa. Grazie all'innata vocazione manageriale e internazionale, negli anni, la famiglia è riuscita a concludere numerose operazioni di crescita per linee esterne, a focalizzare il business sulla nuova sfida dell'Industria 4.0 e a gestire correttamente il passaggio generazionale, prima pianificandolo e poi concretizzandolo con una delicata operazione di Family-Buy-Out. Inoltre, è stato evidenziato anche l'impatto che tali traguardi hanno avuto nella realizzazione della business combination con la SPAC Industrial Stars of Italy 2, che ha permesso alla Società di accedere all'AIM, per poi approdare nel MTA nel 2018.

Dal caso SIT è emerso che la cultura organizzativa ha un'influenza significativa sulla crescita dimensionale/generazionale e, di conseguenza, sulla quotazione tramite la SPAC, potendosi così delineare un rapporto di interdipendenza tra le tre variabili. Dunque, in conclusione, è possibile affermare che il gap culturale limita lo sviluppo delle SPAC in Italia, rendendo incerto il futuro dello strumento.

A parer di chi scrive, infatti, il nuovo mezzo di finanza innovativa potrebbe fare fatica a trovare consenso nel nostro Paese. Ciò, a causa della difficoltà di individuare realtà imprenditoriali di piccola-media dimensione, ma che allo stesso tempo siano ben capitalizzate, disposte a mutamenti negli assetti di *corporate governance*, con sistemi di controllo efficaci e, in generale, mature per la quotazione in Borsa.

Resta da capire, invece, se la mancata affermazione delle SPAC possa essere anche ascritta alla struttura delle stesse, alle attuali condizioni di mercato o a comportamenti speculativi dei promotori o degli investitori.

APPENDICE

Intervista al Dott. Giuseppe Gioffrè, *Chief Governance & Legal Officer* di SIT S.p.A.

Dott. Gioffrè, inizierei con una domanda introduttiva generale. Chi è SIT S.p.A.? Potrebbe parlarmi un po' della sua esperienza rispetto all'impresa familiare?

“SIT è una società fondata negli anni '50 dai fratelli Pierluigi e Giancarlo de Stefani con due divisioni principali. Una, storica, legata allo sviluppo, produzione e commercializzazione di componenti e sistemi per il controllo, la regolazione e la sicurezza del gas negli apparecchi per il riscaldamento domestico, negli impianti di cottura e negli elettrodomestici; l'altra divisione, Smart Gas Metering, attiva dal 2009 che sviluppa, produce e commercializza contatori del gas intelligenti (smart meters) e telegestibili da remoto. La mia esperienza in SIT è iniziata nel 1993 allorché ho incontrato un'impresa familiare che, dotata di un solido assetto manageriale ed una struttura internazionale, era già proiettata nel futuro. Nominato dalla famiglia, era già presente un Amministratore Delegato con ampie deleghe. Inoltre, diversamente da altre realtà aziendali di quel tempo dove la famiglia prendeva qualsiasi decisione operativa, già allora c'era piena fiducia nel management che veniva guidato, dai due fratelli de Stefani, con particolare attenzione alle decisioni strategiche o di carattere straordinario.”

Sin dai primi anni di vita la società si è dimostrata virtuosa, crescendo sia per linee interne che, successivamente, per linee esterne. In che modo la società è riuscita a raggiungere questi obiettivi?

“Quando arrivai nel 1993, trovai una società impegnata a competere con successo nel mercato dei controlli meccanici per le apparecchiature domestiche a gas. Il fatturato maturato all'estero rappresentava già una buona percentuale di quello totale. I player del mercato internazionale di riferimento di allora erano principalmente due: la multinazionale Honeywell e noi.

Supportati, come si diceva, da un preciso piano strategico della proprietà, portammo avanti il programma di rafforzamento della nostra organizzazione all'estero sia attraverso la costituzione di nuove consociate commerciali sia, a cavallo del nuovo millennio, attraverso l'acquisizione o apertura di nuovi plant produttivi seguendo una logica di prossimità alle fabbriche dei nostri clienti per poterli servire meglio nei vari continenti del mondo.

La prima consociata produttiva è stata quella olandese, acquisita nel 1999, che svolgeva sia attività produttiva che commerciale. Questo perché, oltre a vendere i prodotti fabbricati in Italia, commercializzava anche schede elettroniche prodotte localmente.

Nel 2000 costituimmo SIT Messico con l'obiettivo di servire principalmente grandi mercati quali Canada, USA, Messico, Sud America. Successivamente, lo sviluppo dei mercati dell'est europeo (si pensi al potenziale di vendite espresso da Russia, Ucraina, Polonia) ci convinse a stabilire un plant produttivo in Romania. Per ultima fu costituita la location produttiva cinese per servire il mercato locale impegnato nell'importante sfida del passaggio di utilizzo di fonti energetiche “from coal to gas”.

Sempre negli anni 2000 fu realizzata l'acquisizione a Macerata di una società che produce tutt'oggi ventilatori e fumisteria nell'ottica di completare la nostra gamma prodotti.

Sia per diversificare che per sfruttare sinergie di know-how tecnologico, nel 2009 nasce il progetto di realizzare un contatore a gas cosiddetto “smart”, ovvero un contatore in

grado di leggere e gestire i consumi da remoto. Questo progetto non è nato attraverso un'acquisizione ma attraverso un percorso "green field" ovvero partendo, se così possiamo dire, da un foglio bianco. Il progetto ha preso spunto dalle opportunità legate al fatto che il Ministero dell'economia stava per introdurre l'obbligo per l'Italia di sostituire i preesistenti contatori a gas di tipo analogico/meccanico con apparecchi elettronici a telelettura.

Interessante l'evoluzione di questo progetto perché tutto nacque dalla volontà del management di studiare, anche attraverso l'utilizzo di consulenti, la possibilità di business limitrofi al nostro core business. Da questa idea nacquero una serie di contatti esterni che portò ad una proposta agli azionisti di investire su una joint venture che sviluppasse il business così identificato."

L'acquisizione di ENCON arriva dopo molti anni di crescita per linee interne. A seguito di tale operazione, la società ha iniziato a realizzare molte acquisizioni, anche ravvicinate tra loro. Quali le ragioni di tale comportamento?

"Senz'altro i fondatori, pur continuando ad investire sui prodotti esistenti, decisero di investire integrando l'offerta ai propri clienti, e questo anche crescendo per vie esterne.

Questo anche perché il management era attento alle dinamiche esterne e alle possibili sinergie derivanti da possibili acquisizioni. Quindi, in questo scenario, nei primi anni 2000 si decise di acquisire la società Natalini, sita a Montecassiano (Macerata) specializzata in ventilatori e tubi di scarico fumi, prodotti che avrebbero integrato la nostra offerta.

Sempre negli anni 2000 un'altra importante acquisizione legata al business della caldaia è stata quella della società olandese ENCON, specializzata nella produzione di particolari schede elettroniche, tipiche per il mercato del nord Europa. L'acquisizione si rivelò importante perché ci permise di guadagnare quote di mercato e di trarre beneficio dalle sinergie con la struttura elettronica presente in Italia.

Un'altra acquisizione fu quella di OMVL, società bolognese che operava nel settore degli impianti a GAS per autovetture; sempre nell'ottica di diversificazione mirata. OMVL è stata poi venduta nel 2010 a un gruppo canadese quotato in borsa, che operava nel settore dei sistemi a gas per autotrazione e che voleva espandere il proprio mercato in Europa.

Sia per diversificare che per sondare mercati limitrofi, nel 2009 nasce il progetto di realizzare un contatore a gas cosiddetto "smart", di cui abbiamo appena parlato nella domanda precedente.

Se lei mi chiede quale sia stata la strategia sottostante a queste acquisizioni, le rispondo che senz'altro l'obiettivo è stato quello di passare da un singolo prodotto all'interno della caldaia ad un sistema di più componenti, ma aggiungerei anche che la volontà è stata quella di diversificare in mercati limitrofi dove però potevamo portare il nostro know-how nella gestione del gas."

E in termini di cultura organizzativa? Come sono state integrate le varie società?

"Premesso che, in quegli anni, lo sviluppo di una cultura manageriale ed organizzativa in azienda era stato fortemente voluto proprio per gestire al meglio la complessità di una struttura organizzativa pensata per rispondere adeguatamente ad un modello di business strutturato a livello intercontinentale e con una gamma di prodotti via via più ampia, si decise di esportare questo modello anche nelle nuove società acquisite, garantendo al contempo lo spazio alle professionalità tipiche delle singole società con l'obiettivo sempre di capire prima e valorizzare poi i punti di forza dell'azienda acquisita."

A tal riguardo, dall'analisi della letteratura esistente sembra spesso emergere un problema di cultura manageriale. Secondo lei, quanto pesa la cultura manageriale nel percorso di sviluppo di un'impresa familiare?

“Secondo me la cultura manageriale è fondamentale nel percorso di sviluppo di un'impresa familiare, anche nei cambi generazionali. Nel nostro territorio ci sono altre importanti aziende familiari, anche quotate, in cui i vertici, spesso appartenenti alla famiglia fondatrice, hanno, con ottica illuminata, investito molto sulla cultura manageriale. SIT, dal canto suo, ha creduto molto in questo e direi che rappresenta un esempio significativamente positivo per come ha saputo sviluppare la propria cultura manageriale.”

Passiamo adesso al passaggio generazionale. SIT rientra nel 33% delle imprese familiari che riescono a superare con successo il passaggio generazionale. Quali sono stati, secondo lei, i fattori fondamentali di tale successo?

“Senz'altro la lungimiranza dei fondatori che hanno sempre pensato al dopo. Quando sono arrivato io, nel 1993, c'era già una società di consulenza che assisteva la società, ipotizzando sia l'entrata in borsa che un nuovo percorso di sviluppo.

Con queste premesse la seconda generazione, di cui Federico de Stefani è l'esponente, ha potuto sviluppare, in un primo tempo le sue skill professionali nell'ambito di realtà interne ed esterne al Gruppo, e successivamente insediandosi al vertice del Gruppo ha potuto mettere a frutto queste esperienze nei nuovi scenari che il Gruppo via via affrontava.”

La pianificazione del passaggio generazionale è tanto importante quanto tanto sottovalutata dalla stragrande maggioranza delle imprese familiari italiane. In SIT, il passaggio generazionale è stato pianificato? Se sì, in che modo? È presente un consiglio di famiglia?

“In SIT è esattamente il contrario; come detto precedentemente, i fondatori misero subito a fuoco una strategia per il passaggio generazionale, come anche dicevo, con l'assistenza di appositi consulenti.

In aggiunta, nel corso del passaggio generazionale, i fondatori si preoccuparono di affiancare alla nuova generazione, manager con significative esperienze professionali per facilitare questa fase”.

Lei ha avuto modo di assistere personalmente al passaggio generazionale, come è stato vissuto quel periodo? È stato superato facilmente o vi sono state delle difficoltà?

“Il passaggio è stato correttamente pianificato e le normali criticità che in questi passaggi si verificano sono state affrontate con molta chiarezza e lucidità. Quindi, pur con le ovvie difficoltà, è stato superato positivamente.

Alla base di questo risultato fondamentale è stata la reciproca fiducia fra la vecchia e la nuova generazione da un lato, ed il management dall'altro.”

Il 2014 è l'anno in cui si è completato il passaggio generazionale. Soltanto tre anni dopo SIT è sbarcata prima all'AIM e poi al MTA. Perché avete deciso di quotarvi?

“Premetto che, come già detto, i fondatori molti anni prima avevano pianificato l'entrata in Borsa e quindi questo obiettivo era proprio nel DNA del nostro Gruppo.

Un Gruppo come il nostro, che ha obiettivi di sviluppo sia del proprio core business, sia di business correlati, che agisce a livello internazionale per raggiungere questi obiettivi da vera multinazionale, e realizzare la propria crescita, necessita di appropriate risorse finanziarie. Contemporaneamente la società si era già dotata di quelle strutture di governance tipiche da società quotata. Da tutto questo la quotazione diventava un passaggio naturale.

E visto che, come sempre, gli obiettivi si vogliono raggiungere velocemente, l'utilizzo di una SPAC ci sembrò lo strumento ideale.”

In termini di corporate governance, cos'è cambiato a seguito della quotazione in borsa?

“Direi poco. Infatti, come accennato precedentemente, ancor prima di approdare all'AIM, avevamo già un assetto avanzato di corporate governance: Comitato Controllo e Rischi (poi diventato Comitato Controllo Rischi e Sostenibilità), Organismo di Vigilanza, Comitato Strategico e un numero importante di amministratori indipendenti.”

Tra i vari strumenti per aprire la struttura societaria al mercato (come per esempio IPO Tradizionale, Private Equity), SIT ha preferito la strada della SPAC. Quali le ragioni di questa scelta?

“Il Presidente aveva già ben chiari quelli che dovevano essere gli obiettivi della società e quindi la SPAC rappresentava per noi uno strumento con cui velocizzare l'entrata in Borsa. Fortunatamente abbiamo trovato una SPAC molto collaborativa e quindi, con un grosso lavoro da parte di tutti, abbiamo raggiunto i traguardi che ci eravamo posti con ragionevole velocità. Diversamente pensavamo che con un IPO la quotazione si chiudesse in tempi più lunghi e con risultati non del tutto determinabili, correndo il rischio insito in ogni IPO che, sino al giorno della quotazione, resta incerto il numero di sottoscrizioni che la società può aspettarsi.”

Per concludere, le chiederei: adesso quali sono i vostri progetti futuri?

“Continuare a sviluppare il nostro business, valutare business correlati sia con crescita interna che con crescita esterna grazie ad acquisizioni mirate. Tutto questo mirando a ricambiare la fiducia riposta su di noi dagli investitori.”

RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

Airoldi G., 1993, *Modelli di capitalismo e modelli di impresa: schemi per l'analisi comparata*, Economia & Management.

Airoldi, G., Forestieri, G., 1998, *Corporate Governance. Analisi e prospettive del caso italiano*, Etas Libri, Milano.

Albert, S.A., Whetten, D.A., 1985, Organizational identity. In L.L. Cummings and B.M. Staw (eds), *Research in Organizational Behavior* (Vol. 7, pp. 263-295). Greenwich, CT: JAI.

Alberti, F. G., 2013, *Il passaggio generazionale nelle imprese artigiane familiari: profili gestionali e strategici*, Il Mulino.

Alderson, K.J., 2011, *Understanding the Family Business*. Scott Shane, Business Expert Press.

Alderson, K.J., 2019, *Family Business Governance: Increasing Business Effectiveness and Professionalism*. Scott Shane, Business Expert Press.

Aronoff, C., McClure, S., Ward, J., 2003, *Family Business Succession: the final test of greatness*. Palgrave MacMillan.

Barca F., Becht M. (a cura di), 2001, *The control of corporate Europe*, Oxford, Oxford University Press.

Barcellona, E., 2018, *La «gestione collettiva del risparmio» a seguito della Direttiva GEFIA. Investment companies, family offices, club deals, SPAC, holding companies*, Milano, p. 51 ss.

Barnes, L. B., Hershon, S. A., 1976, Transferring Power in the Family Business. *Harvard Business Review*, 54(4), 105-114.

Baschieri, G., 2014, *L'impresa familiare. Fattori di successo ed evidenze empiriche sulle performance*. E-book, Franco Angeli.

Basile, I., Ferrari, P., 2016, *Asset Management and Institutional Investors*, Springer, 374-382.

Bassilana, P., Nobili, F., 2008, *Imprese di famiglia e passaggio generazionale: aspetti civilistici e fiscali*, Egea.

Beckhard, R., Dyer, W.G., 1983, Managing continuity in the family-owned business. *Organizational Dynamics*, 12(1): 5-12.

Berger, R., 2008, SPACs: An Alternative Way to Access the Public Markets. *Journal of Applied Corporate Finance*, 20: 68-75.

Berle, A., Means, G., 1932, *The Modern Corporation and Private Property*. Commerce Clearing House, New York.

Berman-Brown, R., Coverly, R., 1999, Succession planning in family businesses: a study from east Anglia, *Journal of small business management*, 37(1): 93-97.

Bertella, V., 1995, *La pianificazione del ricambio generazionale*, Cedam, Padova.

Bettinelli, C., 2011, Board of Directors in family firms: an exploratory study of structure and group process. *Family business review*, 24(2): 151-169.

Buzzavo, L., Gatto, G., 2012, *Strategie di lunga vita d'impresa. Aziende familiari centenarie tra innovazione e tradizione*, Franco Angeli, Milano.

Cannari L., Gola C., 1996, La diffusione dei gruppi industriali in Italia, in: Balzarini P., Carcano G., Mucciarelli G., (a cura di), *I gruppi di società*, Milano, Giuffrè.

Carlock, R., Ward, J., 2001, *Strategic Planning for the family Business*. Paraller Planning to Unify the Family and Business, Houndsmill, NY: Palgrave.

Cesaroni, F.M., Sentuti, A., 2010, “Nuove generazioni ed evoluzione dell’impresa familiare: la sfida della successione imprenditoriale. Analisi di alcuni casi di successo”, in *Piccola Impresa/Small Business*, n. 2, p. 64.

Chandler, A. D., 1990, *Scale and Scope: The Dynamics of Industrial Capitalism*, Cambridge, Massachusetts: Harvard University Press.

Chiesa, V., De Massis, A., Pasi, M.L., 2007, Gestire la successione nei family business: analisi di alcuni casi italiani, *Piccola impresa - Small business*, 1, pp. 9-51.

Chiomenti, C., Graffi, L., 2010, La special purpose acquisition company, in *Giurisprudenza commerciale*, I, p. 456.

Churchill, N.C., Hatten, K.J., 1987, Non-market-based transfers of wealth and power: A research framework for small businesses. *American Journal of Small Business*.

Ciambotti, M., 1991, I processi di transizione imprenditoriale nelle imprese familiari di minore dimensione, *Piccola Impresa – Small Business*, 1.

- Claver, E., Rienda, L., Quer, D., 2009, Family Firms' International Commitment: The Influence of Family-Related Factors, *Family Business Review*.
- Coad, A., 2009, *The Growth of Firms. A survey of theories and empirical evidence*. Cheltenham, UK: Edward Elgar.
- Colli, A., 2006, *Capitalismo Familiare*, Bologna, il Mulino.
- Corbetta, G., 1995, *Le imprese familiari. Caratteri originali, varietà e condizioni di sviluppo*, Egea.
- Corbetta, G., 2010, *Le aziende familiari. Strategie per il lungo periodo*, Egea.
- Corbetta, G., Salvato, C., 2004, Self-serving or self-actualizing? Models of man and agency costs in different types of family firms: a commentary on 'Comparing the agency costs of family and non-family firms: conceptual issues and exploratory evidence. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 28(4), pp. 355–362.
- Corbetta, G., Montemerlo, D., Gnam, L., 1997, *Indagine sulle imprese familiari di piccola e medie dimensione secondo il modello Mass Mutual*, Milano, SDA Bocconi.
- Corbetta, G., Tomaselli, S., 1996, Board of Directors in Italian Family Businesses, *Family Business Review*, Vol. 9, pp. 403-421.
- Costa, G., 1999, La famiglia come risorsa e come problema nello sviluppo delle piccole e medie imprese, *Cuoarivista*, n.2.
- Cristiano, E., Ferraro, O., 2013, *Il passaggio generazionale nell'impresa familiare. Analisi del fenomeno e aspetti valutativi*. E-book. FrancoAngeli, Milano.
- Cristiano, E., Sicoli, G., 2012, *Evoluzioni e dinamiche di sviluppo nelle imprese familiari*. Un approccio economico-aziendale, FrancoAngeli, Milano.
- Cumming, D., Haß, L.H., & Schweizer, D., 2014, *The Fast Track IPO – Success Factors for Taking Firms Public with SPACs*.
- Danco, L., 1980, *Inside the Family Business*. Cleveland: The University Press.
- Danco, L., 1982, *Beyond Survival*. Cleveland: The University Press.
- Datar, V., Emm, E., Ince, U., 2012, Going public through the back door: A comparative analysis of SPACs and IPOs. *Banking and Finance Review*.

- Davidsson, P., Delmar, F., Wiklund, J., 2006, *Entrepreneurship and the growth of firms*. Cheltenham, UK: Edward Elgar.
- Davis, J.A., 2001, Governing the Family-Run Business, *Harvard Business Review*.
- Davis, P., 1983, Realizing the potential of family business, *Organizational Dynamics*, n. 2, p.47.
- Davis, S., 1968, Entrepreneurial Succession. *Administrative Science Quarterly*, 13, 402-416.
- Dell'Atti, A., 2007, *Il passaggio generazionale nelle imprese familiari*, Cacucci Editore, Bari.
- Demattè, C., Corbetta, G., 1993, *I processi di transizione delle imprese familiari*, Mediocredito Lombardo, Milano.
- Dessy, J.A., Vender, J., 1996, *Capitale di rischio e sviluppo dell'impresa*, Egea.
- Devecchi, C., 2013, *Problemi, criticità e prospettive dell'impresa di famiglia*. Vol. 1, Milano.
- Dunn, B., 1996, Family enterprises in the UK: A Special Sector?, *Family Business Review*, vol. 9, n. 2, pp. 139-155.
- Dyck, B., Mauws, M., Starke, F., Mischke, G.A., 2002, Passing the baton: The importance of sequence, timing, technique and communication in executive succession, *Journal of Business Venturing*, 17, pp. 143-162.
- Eells, R. S. F., 1960, *The meaning of modern business: an introduction to the philosophy of large corporate enterprise*, Columbia university press, New York.
- Fernández, Z., Nieto, M.J., 2005, Internationalization strategy of small and medium-sized family businesses: some influential factors. *Family Business Review*.
- Fernandez, Z., Nieto, M.J., 2006, Impact of ownership on the international involment of SMEs. *Journal of International Business Studies*. Vol 37. N.3.
- Friedman, S., 1987, *The succession process: theoretical consideration*. Paper presented at the annual meeting of the academy of management, New Orleans.
- Fumagalli, M., 2014, *Lo sviluppo della SPAC (Special Purpose Acquisition Company) in Italia. Un nuovo modo di fare private equity e di quotare le imprese in Borsa*, Egea.
- Gallo, M. A., 2004, The Family Business and Its Social Responsibilities. *Family Business Review*, 17(2), 135–148.

Gasse, Y., 1982, Elaborations on the Psychology of the Entrepreneur. In C. A. Kent, D. L. Sexton, and K. H. Vesper (eds.), *Encyclopedia of Entrepreneurship*. Englewood Cliffs, N.J.: Prentice-Hall.

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

Gersick, K.E., Lansberg, I., Desjardins, M., Dunn, N., 1999, Stages and transitions: measuring change in the family business, *Family business review*, 12 (4).

Gilmore, R.N., McCann, J. E., 1983, Designing Effective Transitions for New Correctional Leaders. In J.W. Doig (ed.), *Criminal Corrections: Ideals and Realities*. Lexington, Va.: Lexington Books.

Grandinetti. R., 2007, I percorsi di crescita delle imprese: un percorso evolutivo pluridimensionale, in Corò G., Grandinetti R. (a cura di), *Le strategie di crescita delle medie imprese*, Il Sole 24 Ore, Milano.

Grassby, R., 2001, *Kinship and Capitalism: Marriage, Family, and Business in the English-Speaking World, 1580–1740*. New York: Cambridge University Press, and the Woodrow Wilson Center Press, Washington.

Habbershon, T., Astrachan, J.H., 1997, Perceptions are reality: how family meetings lead to collective action, *Family Business Review*, 10 (1).

Hall, R. F., 1983, The concept of bureaucracy: an empirical assessment. *American Journal of Sociology*, 69(1): 32-40.

Handler, W.C., 1990, Succession in family firms: a mutual role adjustment between entrepreneur and next-generation family members, *Entrepreneurship theory and practice*, 15 (1).

Handler, W.C., 1992, The Succession Experience of the Next-Generation, *Family Business Review*, 5(3): 283-307.

Handler, W.C., 1994, Succession in Family Business: A Review of the Research, *Family Business Review*, Vol VII, No. 2, Summer, pg. 133-157.

Harvey, M., Evans, R.E., 1994, The impact of timing and mode of entry on successor development and successful succession. *Family Business Review*, 7(3): 221-236.

Hershon, S. A., 1975, The Problem of Management Succession in Family Businesses. Unpublished doctoral dissertation, *Harvard School of Business Administration*.

- Ignatyeva, E., Rauch, C., Wahrenburg, M., 2013, Analyzing european SPACs. *Journal of Private Equity*, 17, 64-79.
- Ioso, C., 2013, *Capitalismo Familiari 2.0*. IPSOA, Milano.
- Jenkinson, T., Sousa, M., 2009, Why SPAC investors should listen to the market, paper presented at *AFA 2010 Atlanta Meeting*.
- Jones, R.,G., 2012, *Nepotism in organizations*. New York: Routledge/Taylor & Francis Group.
- Koeberle-Schmid, A., Kenyon-Rouvinez, D., Poza, E.J., 2014, *Governance in Family Firms: Maximising Economic and Emotional Success*. New York: Palgrave MacMillan.
- Lakicevic, M., Shachmurove, Y., Vulcanovic, M., 2014, Institutional changes of specified purpose acquisition companies (SPACs). *North American Journal of Economics and Finance*.
- Lansberg I., 1983, Managing Human Resources in Family Firms: The Problem of Institutional Overlap. *Organizational Dynamics*, 12 (1): 39-46.
- Lansberg, I., 1988, The succession conspiracy. *Family business review*, 1(2): 119-143.
- Lansberg, I., 1999, *Succeeding Generations: Realizing the Dream of Families in Business*. Harvard Business School Press. Boston, MA.
- Levinson, H., 1971, Conflicts that plague the family business, *Harvard Business Review*, 49(2): 90-98.
- Levinson, H., 1983, Consulting with the Family Business: What to Look For, What to Look Out For. *Organizational Dynamics*, 12, 71-80.
- Lewellen, S. M., 2009, *SPACs as an Asset Class*, Working Paper, Yale University.
- Loughran, T., Ritter, J. R., 2002, Why don't issuers get upset about leaving money on the table in IPOs? *Review of Financial Studies*, 15(2), 413–443.
- McGivern, C., 1978, The Dynamics of Management Succession. *Management Decision*, 16, 32–46.
- Mengoli, S., Di Maggio, R. 2009, Le Special Purpose Acquisition Companies come strumento alternativo di raccolta di capitale, *Finanza, Marketing e Produzione*, (27),86-103.
- Miller, D., Steier, L., Le Breton-Miller, I., 2003, Lost in time: intergenerational succession, change, and failure in family business, *Journal of Business Venturing*, 18(4): 513-31.

- Miller, D., Le Breton-Miller, I., Lester, R.H., Cannella, A.A., 2007, Are family firms really superior performers? *Journal of Corporate Finance*.
- Mirone, A., Sanfilippo, P.M., 2018, La struttura organizzativa. In: (a cura di): Marco Cian, *Manuale di diritto commerciale*. Capo Terzo, pp. 431-505, Torino; Giappichelli.
- Montemerlo, D., 2000, *Il governo delle imprese familiari. Modelli e strumenti per gestire i rapporti tra proprietà ed impresa*, Egea, Milano.
- Montemerlo, D., 2005, *Gli ingredienti di un patto di famiglia di successo: esperienze da quattro continenti*. Intervento al convegno AIDAF, Milano.
- Morikawa, H., 2001, *A history of top management in Japan. Managerial enterprises and family enterprises*, Oxford.
- Naldi, L., Nordqvist, M., 2008, Family firms venturing into international markets: a resource dependence perspective, *Frontiers of Entrepreneurship Research*, 28 (14).
- Neubauer, F., Lank, A.G., 1998, *The Family Business: Its Governance for Sustainability*. Macmillan Press Ltd., London.
- Nilsson, G. O., 2018, Incentive Structure of Special Purpose Acquisition Companies, *European Business Organization Law Review*, Volume 19, Issue 2, pp 253–274.
- Passeri, R., 2007, *Valutazioni imprenditoriali per la successione nell'impresa familiare*, Firenze University Press.
- Pavan, R., 1973, *Strategy and structure of the Italian enterprise*, Ann Arbor, MI: University Microfilms.
- Poza, E., Daugherty, M., 2014, *Family Business*, 4th edn., Mason, OH: South-Western/Cengage Learning.
- Reid, R., Dunn, B., Cromie, S., Adams, J., 1999, Family Orientation in family firms: A model and some empirical evidence. *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 6(1), 55–66.
- Reimer, D.S., 2007, Special Purpose Acquisition Companies: SPAC and SPAN, or Blank Check Redux?, *Washington University Law Review*, 85(4): 931-967.
- Sapelli, G., 1993, *Sul capitalismo italiano*, Feltrinelli, Milano.
- Schein, E. H., 1983, The Role of the Founder in the Creation of Organizational Culture. *Organizational Dynamics*, 12, 13-28.

- Schillaci, C.E., 1990, *I processi di transizione del potere imprenditoriale nelle imprese familiari*, Giappichelli, Torino.
- Schulze, W. S., Lubatkin, M. H., Dino, R. N., 2003, Toward a theory of agency and altruism in family firms. *Journal of Business Venturing*, 18, pp. 450-473.
- Schulze, W. S., Lubatkin, M. H., Dino, R. N., Buchholtz, A. K., 2001, Agency relationships in family firms: Theory and evidence. *Organization Science*, 12(2), pp. 99–116.
- Schumacher, E.F., 1973, *Small is Beautiful*. Vintage Books.
- Shachmurove, Y., Vulanovic, M., 2017, US SPACs with a focus on China. *Journal of Multinational Financial Management*. 39:1-18.
- Sharma, P., 2008. Commentary: Familiness: Capital stock and flows between family and business. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 32(6), 971-977
- Sicoli, G., 2008, *Un'analisi delle relazioni tra creazione di valore e gestione aziendale*. FrancoAngeli, Milano.
- Simmat, U., Siebert, J., 2010, SPAC – A New Asset Class in Europe. *Corporate Finance Law 10*, 13-23.
- Sirmon, D. G., Arregle, J. L., Hitt, M.A., Webb, J.W., 2008, The role of family influence in firms' strategic responses o threat of imitation, *Entrepreneurship Theory and Practice*, 32 (6), 979–98.
- Sjostrom, W.K., 2008, The Truth about Reverse Mergers, *Entrepreneurial Business Law 2*, 231-247.
- Stern, M.H., 1986, *Inside the Family-Held Business*, New York: Harcourt Brace Jovanovich.
- Tashakori, M., 1980, *Management Succession*. New York: Praeger.
- Tomaselli, S., 1996, *Longevità e sviluppo delle imprese familiari. Problemi, strategie e strutture di governo*, Giuffrè, Milano.
- Tomaselli, S., 2006, *Il patto di famiglia: quale strumento per la gestione del rapporto famiglia-impresa*. Giuffrè, Milano.
- Trow, D. B., 1961, Executive Succession in Small Companies. *Administrative Science Quarterly*, 6, 228–239.

Vola, P., 2012, *La pianificazione del passaggio generazionale nelle family firms*, Giappichelli, Editore, Torino.

Walsh, G., 2011, *Family Business Succession Managing the All-Important Family Component*. KPMG Enterprise.

Ward, J.L., 1988, The special role of strategic planning for family businesses, *Family Business Review*, 1(2).

Ward, J.L., 2011, *Keeping the Family Business Healthy: How to Plan for Continuing Growth, Profitability, and Family Leadership*. Palgrave Macmillan, New York.

Williamson, O. E., 1981, The modern corporation: origins, evolution, attributes, *Journal of Economic Literature*, 19, 1537-68.

Yin, R. K., 2009, *Case Study Research, Design and Methods*. Thousand Oaks: Sage, IV ed.

Zahra S.C., Hayton J.C., Salvato C., 2004, Entrepreneurship in family vs non-family firms: A resource-based analysis of the effect of organizational culture, *Entrepreneurship Theory & Practice*, 28 (4).

Zattoni, A., 2015, *Corporate Governance*. Egea, Milano.

SITOGRAFIA

AA. VV., 2019. SIT, il colosso dell'heating guarda a nuove acquisizioni. *Borsa Italiana*. [Disponibile Online su: <https://www.borsaitaliana.it>]

AA. VV., 2018. Digital Value debutta su AIM Italia attraverso Elite Spac in Cloud. *Borsa Italiana*. [Disponibile Online su: <https://www.borsaitaliana.it>]

AA. VV., 2018. Digital Value punta ad essere un aggregatore nel mercato dell'IT italiano. *Borsa Italiana*. [Disponibile Online su: <https://www.borsaitaliana.it>]

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>]

Festa, C., 2018. In crescita i recessi sulle Spac: gli investitori esteri prudenti per il rischio Italia. *Il Sole 24 Ore*. [Disponibile Online su: <https://carlofesta.blog.ilsole24ore.com>]

Layne, R., Lenahan, B., 2018. Special Purpose Acquisition Companies: An Introduction. *Harvard Law School*. [Disponibile Online su: <https://corpgov.law.harvard.edu>]

Peveraro, S., 2016. Ricchi con la Spac. *Milano Finanza*. [Disponibile Online su: <https://www.milanofinanza.it>]

<http://alpispac.it/>

<http://dati.istat.it>

<http://europa.eu>

<http://www.beretta.com>

<http://www.crescitaspa.it>

<http://www.executivelabs.org>

<http://www.glenalta.it/>

<http://www.indstars.it/>

<http://www.indstars3.it/>

<http://www.innovaitaly1.it/>

<http://www.space2spa.com>

<http://www.space-spa.it>

<https://bebeez.it>

<https://johndavis.com>

<https://my.ffi.org>

<https://www.bdo.it>

<https://www.corriere.it>

<https://www.digitalvalue.it>

<https://www.fianzaoperativa.com>

<https://www.firstonline.info>

<https://www.glenaltafood.com/>

<https://www.ilsole24ore.com>

<https://www.pressreader.com>

<https://www.repubblica.it>

<https://www.sec.gov>

<https://www.sitgroup.it>

<https://www.space3spa.com>

<https://www.space4spa.com/>

LEGISLAZIONE

D.lgs. n. 90/2017