



La holding fa bene alla crescita

Nelle imprese familiari di medie e grandi dimensioni, con adeguate competenze, può essere uno strumento per raggiungere la leadership internazionale

di Guido Corbetta

Quasi la metà delle imprese italiane a controllo familiare con ricavi superiori a 50 milioni di euro è partecipata dai soci persone fisiche tramite una o più società intermedie che denominiamo *holding*. E negli ultimi dieci anni tale percentuale è cresciuta di oltre il 30 per cento (1).

In passato, le holding (dei grandi gruppi) sono state ampiamente criticate perché erano lo strumento per diluire l'impegno economico dei soggetti controllanti coinvolgendo nel-

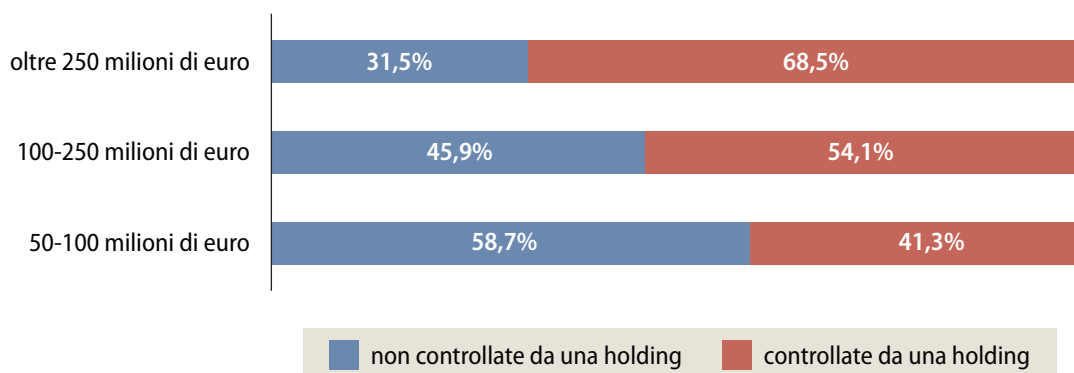
le catene societarie soci di minoranza ai diversi livelli (il fenomeno della «leva azionaria»). Alcune famiglie, grazie anche ad accordi con altre famiglie e con banche, realizzavano vere e proprie «piramidi» societarie, con difetti di trasparenza e di ripartizione di rischi/benefici tra i soci. Oggi i dati ci dicono che lo strumento delle «piramidi» è circoscritto a un numero limitato di casi e quindi si tratta di guardare con lenti nuove le «holding tricolori».

La tesi che propongo è semplice e può essere svolta con alcuni passaggi:

1. molte delle imprese italiane anche di grandi dimensioni sono controllate da famiglie imprenditoriali;
2. molte famiglie hanno costituito società holding per governare i passaggi generazionali e le dinamiche familiari;
3. le holding possono essere strumenti per far crescere le aziende mantenendo il controllo di maggio-

(1) Per la definizione di imprese familiari e per la classificazione delle holding si veda il contributo di Fabio Quarato, «I gruppi familiari al microscopio» in questo stesso dossier.

figura 1 | dimensione delle aziende controllate da una holding (per ricavi)



ranza di una o più società da parte di una famiglia proprietaria; 4. in alcuni casi, e ad alcune condizioni, le holding possono diventare uno strumento per realizzare strategie di crescita anche rapida e rilevante.

Le imprese familiari

Il primo punto richiede poche parole. Grazie ai dati dell'Osservatorio AUB, che monitora da nove anni tutte le imprese italiane con ricavi superiori a 20 milioni di euro, è noto che quasi due terzi delle imprese italiane sono controllate da una famiglia imprenditoriale. La percentuale non è così diversa da quella di altri Paesi, a esclusione di Regno Unito e Stati Uniti dove, tra le imprese più grandi, sono più diffusi i modelli delle *public company* o delle imprese controllate da società di *private equity* (2).

Le imprese familiari attirano molte simpatie e anche varie antipatie, soprattutto per il problema (da non considerare come irrisolvibile!) del nepotismo. Non è questa la sede per discutere tali opinioni. Qui si tratta solo di prendere atto che le imprese familiari sono importanti per lo sviluppo del nostro Paese e quindi la continuità della loro crescita è un tema rilevante per tutti.

(2) Sul sito www.aidaf-ey.unibocconi.it sono disponibili i report dell'Osservatorio.

Holding e dinamiche familiari

Il secondo passaggio merita qualche riflessione più estesa. I vantaggi principali per una famiglia imprenditoriale (considerata nel suo insieme) di controllare le attività aziendali tramite una società holding possono così riassumersi:

- creare un meccanismo di tipo giuridico-istituzionale che consenta di separare il tavolo attorno a cui i soci ricercano un accordo sulle scelte fondamentali dalle sedi più propriamente di gestione delle aziende. Ciò non garantisce evidentemente che non possa verificarsi un qualche stallo decisionale al piano superiore di cui possano fare le spese le aziende al piano inferiore, ma, da un lato, la holding favorisce una maggiore coesione della compagine familiare e, dall'altro, attenua le ripercussioni negative dei dissensi tra i soci;

- semplificare i processi decisionali, soprattutto pensando alla frammentazione che ha luogo con il passaggio di quote proprietarie alle generazioni successive a quella del fondatore. Grazie alla holding si crea una forza che spinge i soci familiari a cercare un punto di mediazione per trasmettere volontà unitarie alle società controllate;

- creare una forza centripeta nell'ambito della famiglia proprietaria, rendendo più ordinato l'eventuale processo di cessione di

quote di proprietà a terzi, a tutela di tutti i soci familiari e della stabilità della compagine proprietaria;

- utilizzare la holding per qualche investimento diverso da quello nell'impresa originaria (tipicamente cassa, immobili e partecipazioni diversificate) a cui si può ricorrere nel caso in cui si debba procedere a separazioni nell'ambito della compagine proprietaria per conflitti o semplicemente per decisione condivisa;

- usufruire di eventuali vantaggi fiscali.

Se osserviamo i dati AUB, la percentuale di imprese familiari controllate da una holding varia significativamente dalle imprese più piccole a quelle più grandi per giungere a quasi il 70 per cento per le imprese sopra i 250 milioni di euro di ricavi (Figura 1).

La costituzione e la gestione di una holding comportano qualche costo societario aggiuntivo a carico del gruppo e una (talvolta lieve) complicazione dei processi decisionali. Ciò contribuisce a spiegare la relazione positiva tra dimensione aziendale ed esistenza della holding: la maggiore dimensione consente di sopportare più agevolmente qualche costo supplementare. Si può quindi concludere che ormai molte famiglie abbiano compreso l'utilità delle holding



Le holding possono servire per coinvolgere soci terzi

per meglio governare i passaggi generazionali e gli eventuali contrasti tra soci e, quando la dimensione economica lo consente, procedono pertanto alla loro costituzione.

Holding e soci terzi

Le holding possono servire, e veniamo al terzo passaggio, anche per coinvolgere soci terzi con quote di minoranza mantenendo il controllo in capo alla famiglia proprietaria. In passato, molte imprese sono cresciute utilizzando come fonte finanziaria l'indebitamento, soprattutto di tipo bancario. Oggi, come noto, ciò non è più possibile per il mutato contesto finanziario che rende necessario un rapporto *debt/equity* più contenuto. Per naturale conseguenza, si stanno sviluppando molti attori come le SPAC e le holding di partecipazioni – che si aggiungono a operatori più tradizionali come la Borsa e i fondi di private equity – con lo scopo di acquisire partecipazioni di minoranza nelle imprese per facilitarne la crescita, facendo leva sulle capacità dell'imprenditore e non sostituendosi a lui/lei. Il quadro che si sta delineando appare chiaro: una famiglia imprenditoria-

le che voglia oggi avviare un percorso di crescita più intenso della propria impresa è «obbligata» a valutare fonti di finanziamento diverse dalle banche; nel contempo, esistono attori che possono fornire tali risorse sotto forma di equity. In questi casi, la holding è lo strumento per consentire alla famiglia proprietaria di mantenere nel suo insieme il controllo della maggioranza. Senza la holding, evidentemente, la famiglia proprietaria riduce la propria forza nei confronti dell'investitore non familiare. Per questa via, quindi, le holding possono essere uno strumento utile per la crescita delle imprese familiari, anche nell'interesse del Paese.

Holding e crescita

L'ultimo passaggio della nostra riflessione può prendere spunto dal caso delle imprese della moda. Se confrontiamo i casi dei gruppi francesi LVMH e KKR e quelli delle più grandi imprese italiane (Prada, Armani, Ferragamo, Max Mara e molti altri) vediamo una grande differenza di dimensione a favore dei gruppi francesi. Una possibile spiegazione è che le imprese italiane non siano sta-

te capaci di mettere a punto strategie di crescita anche tramite acquisizioni mirate a entrare in segmenti di settore limitrofi a quelli di origine. I gruppi francesi sono stati capaci di realizzare tali strategie anche grazie alla loro decisione di costituire società holding dotate delle competenze imprenditoriali e manageriali necessarie per realizzare tali strategie. La holding quindi non è più solo uno strumento per governare le dinamiche familiari o per mantenere il controllo (ruoli che possono essere svolti anche senza dipendenti diretti), ma diventa un vero e proprio strumento per la creazione di valore. In questi casi, la holding deve dotarsi di:

- competenze di *business development* per individuare opportunità di crescita anche al di fuori del *core business*;
- competenze di *governance* per mettere a punto la corretta ripartizione dei ruoli tra holding e società controllate dove nella prima si svolgono attività di indirizzo e controllo e nelle seconde si progettano e realizzano le strategie per ogni settore o segmento di settore;
- competenze di controllo delle performance delle aziende controllate grazie a processi e strumenti ben congegnati e realizzati;
- competenze di tipo finanziario, legale e fiscale indispensabili per mettere a punto e realizzare strategie di crescita tramite acquisizioni.

Ampliare il corporate scope

La mia tesi è che nel nostro Paese ci sia ancora un numero troppo piccolo di holding in grado di diventare lo strumento a disposizione delle famiglie imprenditoriali per favorire processi di crescita intensa tramite strategie con approccio sinergico-organizzativo o finanziario (3).

(3) Per un'analisi approfondita di tali strategie di crescita si veda il recente G. Corbetta, P. Morosetti, *Le vie della crescita. Corporate strategy e diversificazione del business*, Milano, Egea, 2018.



Guido Corbetta

è professore di Corporate Strategy e titolare della cattedra AldAF-EY di Strategia delle Aziende Familiari dell'Università Bocconi, SDA Professor of Strategy & Entrepreneurship e Fellow di ICRIOS (Invernizzi Center for Research on Innovation, Organization, Strategy and Entrepreneurship).
guido.corbetta@unibocconi.it

Il nostro Paese è pieno di imprenditori in grado di far crescere le aziende con strategie molto focalizzate. Ma in molti settori, prima o poi, si trova un limite alla crescita. Per crescere ulteriormente occorre ampliare lo *scope* al di fuori del core business. Per fare questo bisogna imparare a fare *corporate strategy* e, spesso, a fare acquisizioni. Potremmo avere due alternative, entrambe interessanti:

- l'imprenditore si concentra sulle strategie di sviluppo al di fuori del core business lasciando la gestione del business originario (e poi via via dei successivi) in capo a manager professionali (come è successo nel caso De Agostini) (4);
- l'imprenditore rimane concentrato sull'azienda originaria dele-

gando lo sviluppo della strategia di crescita al di fuori dei confini originari a un manager di valore con le competenze – tecniche e personali – adatte (come è successo nel caso Edizione) (5).

In entrambi i casi, la holding potrebbe diventare uno strumento per far crescere le imprese italiane verso ruoli di leadership internazionale in settori dai confini più ampi di quelli propri della sola azienda originaria. L'ampliamento dei confini può portare a strategie di diversificazione elevata e quindi alla nascita di conglomerate (come De Agostini e Edizione) o a strategie di diversificazione più legata al business originario (come il caso De'Longhi). La holding può quindi aggiungere al ruolo di controllo il ruolo di creatore di valore. Per procedere in questa direzione occorrono grande fiducia nel management professionale, competenze diffuse di corporate strategy e sistemi di governo ben strutturati con deleghe e controlli verso il management professionale. Si tratta di un percorso non facile e non breve, ma senza di esso le imprese italiane rimarranno dei bellissimi gioielli che prima o poi potrebbero essere preda di gruppi internazionali, come peraltro è già successo proprio per mano di LVMH o KKR nei settori della moda. Questi gruppi hanno dimostrato che si può ben coniugare successo in un business con ampliamento dello *scope* delle proprie attività.

Una breve nota finale. Il tema non ha rilievo solo nazionale, visto che il fenomeno dei *business group* dove una società holding controlla la totalità o la maggioranza del capitale di una serie di società giuridicamente auto-



In sintesi

In Italia, un numero consistente delle imprese familiari con ricavi superiori a 50 milioni di euro è partecipato dai soci persone fisiche tramite **una o più società intermedie classificabili come holding**.

Per le aziende familiari, le holding possono rappresentare **un utile strumento per gestire i processi di passaggio generazionale** e le dinamiche familiari; ma possono anche facilitare il coinvolgimento di soci terzi con quote di minoranza mantenendo il controllo in capo alla famiglia proprietaria.

Con lo sviluppo di adeguate competenze (di business development, governance, controllo, finanziarie e legali), **la holding può diventare un vero e proprio strumento per la creazione di valore**, incoraggiando una crescita con approccio sinergico-organizzativo o finanziario. In Italia, tuttavia, sono ancora poche le holding in grado di evolvere in questa direzione.

nome ognuna delle quali è responsabile di uno o più business è oggetto di studio in vari contributi anche internazionali (6). ■

Esplora **e&m** PLUS su
www.economiaemangement.it

(4) Si veda l'intervista a Paolo Ceretti, Direttore Generale di De Agostini SpA, «Paola d'ordine: chiarezza di governance» in questo stesso dossier.

(5) Si veda il contributo di Andrea Colli, «Il valore al centro: il caso Edizione» in questo stesso dossier.

(6) Sulle strutture a gruppo si vedano anche P. Puranam, B. Vanneste, *Corporate Strategy. Tools for Analysis and Decision-making*, Cambridge, Cambridge University Press, 2016, pp. 191-93.

Per un'analisi dettagliata sui business group, con particolare riferimento a Paesi di più recente industrializzazione si veda J. Ramachandran, K.S. Manikandan, A. Pant, «Why Conglomerates Thrive (Outside the U.S.)», *Harvard Business Review*, December, 2013.