Osservatorio AUB (AIDAF-UNICREDIT-BOCCONI) sulle imprese familiari italiane

Bocconi

XVII Osservatorio AUB

L'apertura del capitale delle aziende familiari

Fabio Quarato e Carlo Salvato

DRAFT 28 GENNAIO 2026

AIDAF ITALIAN FAMILY BUSINESS

Università Bocconi MILANO

CATTEDRA AIDAF-EY
DI STRATEGIA DELLE AZIENDE FAMILIARI
IN MEMORIA DI ALBERTO FALCK

UniCredit Wealth Management

Angelini Industries

EY Shape the future with confidence

BORSA ITALIANA

L'evoluzione della popolazione dell'Osservatorio AUB

Le aziende familiari della XVI Edizione AUB sono pari al 66,0% della popolazione delle imprese italiane con fatturato > 20 mln €

ASSETTO PROPRIETARIO	Piccole*		Medie**		Grandi**	
	N	%	N	%	N	%
Familiari	**8.817**	**70,0%**	**6.751**	**61,4%**	**15.568**	**66,0%**
Filiali di Imprese Estere	1.792	14,2%	2.307	21,0%	4.099	**17,4%**
Cooperative e Consorzi	639	5,1%	487	4,4%	1126	**4,8%**
Coalizioni	551	4,4%	403	3,7%	954	**4,0%**
Statali/Enti locali	308	2,4%	418	3,8%	726	**3,1%**
Controllate da P.E.	404	3,2%	542	4,9%	946	**4,0%**
Controllate da Banche / Assicurazioni	56	0,4%	63	0,6%	119	**0,5%**
Controllate da Fondazioni	16	0,1%	6	0,1%	22	**0,1%**
Public companies	6	0,0%	12	0,1%	18	**0,1%**
Totale	12.589	100,0%	10.989	100,0%	23.578	100,0%

(*) Piccole: aziende con fatturato compreso tra 20 e 50 milioni di euro alla fine del 2023 (fonte: Aida).
(**) Medio-grandi: aziende con fatturato superiore a 50 milioni di euro alla fine del 2023 (fonte: Aida).

Diffusione e modalità di apertura del capitale

Le aziende familiari che hanno aperto il capitale

Circa l'8,3% delle aziende familiari con fatturato > € 20 mln ha aperto il capitale a soggetti esterni alla famiglia di controllo in una delle tre seguenti modalità*:

- operazione di cessione di una quota di minoranza
- quotazione in Borsa (conservando il controllo)
- cessione del controllo a terzi

Tipologia di apertura capitale	20-50 mln	> 50 mln	Totale	%
Operazioni di minoranza	78	181	259	**1,7%**
Quotazione	20	122	142	**0,9%**
Cessione del controllo	344	537	881	**5,7%**
Totale imprese familiari	**8.817**	**6.751**	**15.568**	

* Tutte le imprese della XVII edizione dell'osservatorio che al 31.12.2023 hanno il capitale aperto a soggetti esterni alla/e famiglia/e di controllo (fonte: AIDA)

** Tali operazioni di cessione del controllo includono anche le aziende che sono rimaste a controllo familiare perché acquisite a loro volta da una società acquirente a controllo familiare.

Trend delle operazioni di apertura del capitale

La distribuzione temporale delle operazioni di apertura del capitale evidenzia una marcata discontinuità a partire dal 2020: **quasi il 50% delle operazioni è avvenuto dal 2020 in poi.**

Tale dinamica risulta principalmente trainata dalle operazioni di cessione del controllo, suggerendo che le recenti fasi di discontinuità economica e finanziaria abbiano accelerato tale tipologia di operazioni da parte delle famiglie imprenditoriali italiane.

Tipologia di operazione	Pre 2020		Dal 2020 in poi		Totale	
	N	%	N	%	N	%
Operazioni di minoranza	164	63,3%	95	36,7%	**259**	**100%**
Quotazione	108	76,1%	34	23,9%	**142**	**100%**
Cessione del controllo	439	49,8%	442	50,2%	**881**	**100%**
Totale	**711**	**55,4%**	**571**	**44,5%**	**1.282**	**100%**

Il settore di attività delle aziende che hanno aperto il capitale

Le operazioni di apertura del capitale hanno coinvolto prevalentemente imprese operanti nel Manifatturiero. In particolare, all'interno del Manifatturiero la maggiore incidenza si registra: per le operazioni di minoranza: dalla Meccanica (19,9%), Prodotti in metallo (12,8%) e Sistema moda (9,9%); per la quotazione: Sistema moda (19,5%) e Elettronica (18,3%); per le operazioni di maggioranza: Meccanica (18,7%), Alimentare e bevande (14,2%) e Prodotti in metallo (13,7%)

Macro settore	Osservatorio AUB	Operazioni di minoranza	Quotazione	Cessione del controllo
Manifatturiero	43,2%	**54,4%**	**57,7%**	**59,0%**
Commercio	28,7%	23,9%	11,3%	19,0%
Altri servizi	6,5%	6,6%	9,9%	7,5%
Costruzioni	6,4%	2,3%	4,2%	2,7%
Holding diversificate	5,8%	1,5%	4,2%	1,8%
Trasporti e logistica	4,4%	3,9%	0,7%	4,2%
Servizi alle imprese	3,2%	4,2%	9,2%	3,7%
Energia ed estrazione	1,9%	3,1%	2,8%	2,0%
	100,0%	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**

L'area geografica delle aziende familiari che hanno aperto il capitale

In linea con la distribuzione territoriale delle imprese familiari di maggiori dimensioni, la maggior parte delle operazioni di apertura del capitale (seppur con alcune differenze) si registra in Lombardia, Veneto ed Emilia-Romagna

Regione	Osservatorio AUB	Operazioni di minoranza	Quotazione	Cessione del controllo
Lombardia	30,3%	32,4%	40,1%	34,4%
Veneto	13,7%	10,8%	9,9%	15,7%
Emilia-Romagna	11,0%	14,3%	14,8%	13,7%
Piemonte	7,6%	7,7%	8,5%	8,4%
Lazio	7,5%	3,5%	5,6%	5,6%
Campania	6,1%	2,7%	2,8%	1,9%
Toscana	5,6%	10,0%	7,0%	6,5%
Puglia	2,9%	1,2%	0,7%	1,0%
Marche	2,4%	1,5%	3,5%	1,6%
Sicilia	2,3%	1,2%	0,0%	0,8%
Trentino-Alto Adige	2,3%	1,5%	2,1%	1,8%
Friuli-Venezia Giulia	2,1%	4,6%	0,7%	2,5%
Liguria	1,6%	1,9%	2,1%	2,2%
Abruzzo	1,5%	0,4%	0,7%	2,2%
Umbria	1,3%	3,5%	0,7%	0,7%
Sardegna	0,7%	1,9%	0,7%	0,1%
Calabria	0,6%	0,0%	0,0%	0,2%
Basilicata	0,4%	0,4%	0,0%	0,5%
Molise	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%
Valle d'Aosta	0,1%	0,4%	0,0%	0,3%
	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Tipologia di acquirente

Analizzando le operazioni in base alla tipologia di acquirente, emerge come nella maggior parte delle operazioni di apertura del capitale (minoranza e cessione del controllo) il partner industriale sia la tipologia di acquirente più frequente.

Tale evidenza suggerisce che l'apertura del capitale venga spesso utilizzata come strumento di rafforzamento industriale e strategico, più che come mera operazione finanziaria.

	Operazioni di minoranza		Cessione del controllo	
Tipologia acquirente	**N**	**%**	**N**	**%**
Partner industriale *	161	62,2%	691	78,4%
Fondo d'investimento	36	13,9%	104	11,8%
Private equity	26	10,0%	64	7,3%
Stato/Enti locali	26	10,0%	9	1,0%
Club deal	6	2,3%	7	0,8%
Banca	4	1,5%	6	0,7%
Totale	**259**	**100,0%**	**881**	**100,0%**

* Sono stati classificati come «partner industriali» tutti i soggetti industriali, a prescindere dalla natura dell'azionista di riferimento (a controllo familiare, gruppo estero, coalizione, etc).

Le modalità della cessione del controllo

La cessione del controllo: le modalità

Le aziende familiari italiane con fatturato > € 20 mln che hanno ceduto il controllo:

5,7%

Una possibile chiave interpretativa delle cause della cessione del controllo è offerta dalla tassonomia di Wennberg et al. (2010), che distingue le modalità di exit imprenditoriale combinando livello di performance dell'impresa e modalità di uscita (vendita vs liquidazione).

Tale approccio consente di distinguere tra operazioni di cessione motivate da logiche di valorizzazione (harvest) e operazioni riconducibili a situazioni di difficoltà (distress).

HARVEST SALE

Cessione pianificata dell'azienda in una fase di buone performance economico-finanziarie, con l'obiettivo di monetizzare il valore creato nel tempo

DISTRESS SALE

Cessione dell'azienda in presenza di difficoltà economico-finanziarie, con l'obiettivo di limitare le perdite e prevenire una crisi irreversibile.

HARVEST LIQUIDATION

Chiusura volontaria di un'impresa economicamente sana (guidata da motivazioni strategiche e/o personali), accompagnata dalla liquidazione degli asset a condizioni favorevoli.

DISTRESS LIQUIDATION

Liquidazione forzata dell'azienda in presenza di gravi difficoltà economiche o insolvenza, determinata dall'impossibilità di sostenere la continuità aziendale o di realizzare una vendita a terzi

Fonte: Wennberg, K., Wiklund, J., DeTienne, D. R., & Cardon, M. S. (2010). Reconceptualizing entrepreneurial exit: Divergent exit routes and their drivers. Journal of business venturing, 25(4), 361-375.

La cessione del controllo: le modalità

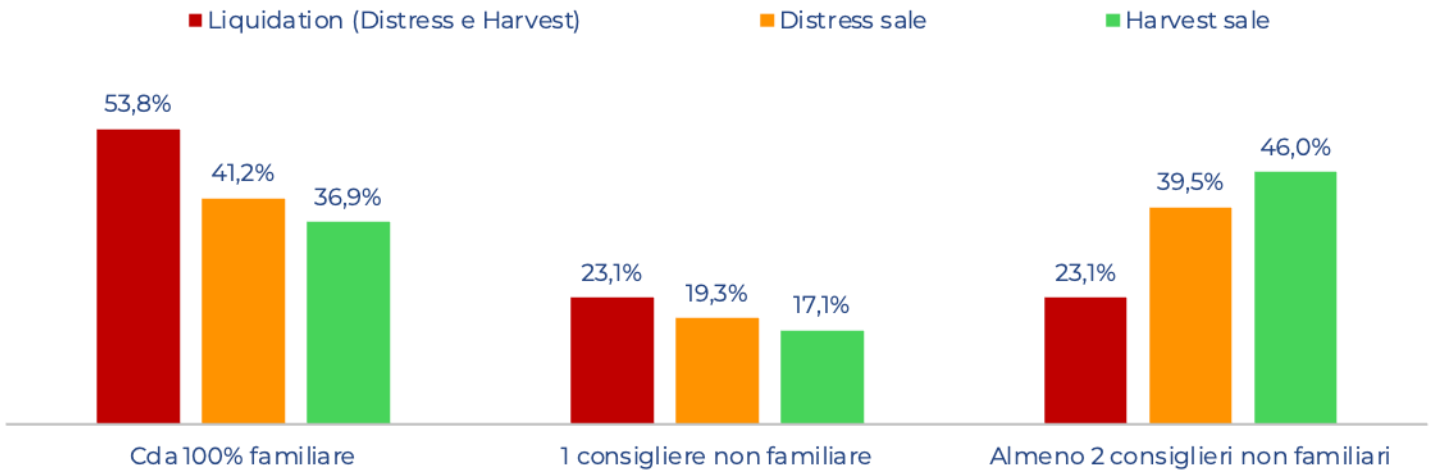
Utilizzando la tassonomia di Wennberg et al. (2010), sono state analizzate le 881 operazioni di cessione del controllo:

- **Harvest sale** (vendita per valorizzazione): aziende non interessate da procedure concorsuali o segnali evidenti di crisi che nell'anno della cessione mostrano valori di performance positivi*
- **Distress sale** (vendita per difficoltà): aziende in condizioni di difficoltà rilevate attraverso la presenza di procedure concorsuali e/o indicatori di performance con valori negativi*.
- **Harvest liquidation** (liquidazione per valorizzazione): imprese cessate, la cui chiusura è connessa a processi di fusione o incorporazione. Il presupposto è che l'operazione derivi da una situazione iniziale positiva, con risultati soddisfacenti e una visione strategica orientata all'integrazione
- **Distress liquidation** (liquidazione per difficoltà): imprese caratterizzate da valori di performance negativi e che a distanza di alcuni anni dall'operazione sono cessate a seguito di fallimento o liquidazione volontaria.

Tipologia di exit / Performance *	Performance alte	Performance basse
Exit tramite cessione (continuità aziendale)	Harvest sale **70,7%**	Distress sale **20,8%**
Exit tramite liquidazione (cessazione dell'impresa)	Harvest liquidation **6,8%**	Distress liquidation **1,6%**

* Seguendo Altman (2000), il discrimine per distinguere performance alte/basse è stato un valore dell'EBITDA margin pari al 5% (Fonte: Altman, E. I. (2000). Predicting Financial Distress of Companies: Revisiting the Z-score and ZETA Models. Journal of Banking & Finance, 1(1), 1-23.

L'apertura del board delle aziende familiari rispetto alle modalità di cessione del controllo



Osservatorio AUB	**44,5%**	**18,9%**	**36,5%**

La «ownership similarity» ha un impatto positivo sulle performance (se domestica)

L'assetto proprietario dell'acquirente

Analizzando l'assetto proprietario degli acquirenti, emerge che le aziende familiari aprono il capitale prevalentemente a **fondi di investimento** e ad altre **famiglie imprenditoriali**: in una quota non trascurabile di casi, dunque, l'apertura del capitale non comporta una perdita di "imprenditorialità familiare", ma un suo trasferimento.

Nel complesso, l'apertura del capitale avviene più frequentemente a favore di soggetti caratterizzati da una struttura proprietaria più definita e/o concentrata, piuttosto che attraverso forme con un maggior grado di dispersione dell'azionariato.

	Operazioni di minoranza		Cessione del controllo	
Assetto proprietario acquirente	**N**	**%**	**N**	**%**
Controllate/Partecipate da P.E.	76	29,3%	344	39,0%
Familiari	75	29,0%	340	38,6%
Public companies	28	10,8%	113	12,8%
Coalizioni	12	4,6%	32	3,6%
Statali/Enti locali	36	13,9%	27	3,1%
Controllate da Banche / Assicurazioni	6	2,3%	12	1,4%
Cooperative e Consorzi	25	9,7%	8	0,9%
Controllate/Partecipate da Fondazioni	1	0,4%	5	0,6%
Totale	**259**	**100,0%**	**881**	**100,0%**

La nazionalità dell'acquirente

L'apertura del capitale nelle imprese familiari avviene prevalentemente all'interno del contesto imprenditoriale nazionale: circa **3 operazioni su 4 di apertura del capitale** sono effettuate a favore di un **acquirente italiano**.

Nel complesso, l'apertura del capitale sembra quindi configurarsi più frequentemente come un riassetto proprietario domestico, piuttosto che come un processo di internazionalizzazione dell'azionariato.

Assetto proprietario acquirente		Operazioni di minoranza		Cessione del controllo	
		N	%	N	%
ITALIANO	Familiare	39	15,1%	238	27,0%
	Non Familiare	124	47,9%	372	42,2%
	(sub) Totale	**163**	**63,0%**	**610**	**69,2%**
STRANIERO	Familiare	36	13,9%	102	11,6%
	Non Familiare	60	23,1%	169	19,2%
	(sub) Totale	**96**	**37,0%**	**271**	**30,8%**
Totale		**259**	**100,0%**	**881**	**100,0%**

L'impatto dell'apertura del capitale sulle performance: l'acquirente familiare

Le aziende che hanno aperto il capitale tramite operazioni di minoranza mostrano performance statisticamente superiori (a partire dall'anno di apertura del capitale) rispetto alla media nazionale dell'Osservatorio AUB, e tale risultato è amplificato quando l'investitore di minoranza è un'azienda a controllo familiare

Variabile dipendente:	ROI	ROE
Operazioni di minoranza	+7.8% ***	-0.9%
Operazioni di minoranza * **acquirente familiare**	+20.1% ***	+16.0% **

Di converso, le operazioni di cessione del controllo hanno un impatto negativo sulle performance, ma la natura familiare dell'acquirente più che compensa l'effetto negativo stand-alone derivante dall'operazione di cessione

Variabile dipendente:	ROI	ROE
Cessione del controllo	-10.8% ***	-14.0% ***
Cessione del controllo * **acquirente familiare**	+20.1 %***	42.5% ***

Analisi di moderazione che permette di stimare l'impatto dell'apertura del capitale a seconda che l'acquirente sia familiare o meno

I valori indicano performance superiori (+) o inferiori (-) di "x" punti rispetto alla media della popolazione con alta significatività (*** o ***) se il p value è <.01, media significatività (** o **) se il p value è <.05, discreta significatività (* o *) se il p value è <.1). Per l'elaborazione sono stati considerati i dati relativi al periodo 2005-2022 (Fonte: Aida). E' stata eseguita una analisi di regressione lineare con effetti fissi per anno e settore ed i seguenti controlli: i) età dell'azienda; 2) dimensione dell'azienda; 3) indebitamento (debt / equity ratio); 4) percentuale consiglieri familiari; 5) Liquidità (Cash holdings)

L'impatto dell'apertura del capitale sulle performance: la nazionalità dell'acquirente

L'impatto dell'apertura del capitale sulle performance risulta eterogeneo anche in funzione della nazionalità dell'acquirente.

In particolare, le operazioni che coinvolgono un'azienda familiare domestica sono quelle che mostrano un impatto positivo e statisticamente significativo sulle performance, a differenza delle operazioni realizzate da aziende familiari estere.

Tale evidenza suggerisce che, nei processi di apertura del capitale, la prossimità geografica e istituzionale dell'acquirente possa incidere sulle modalità di integrazione dell'impresa.

Acquirente familiare → ITALIANO	ROI	ROE
Operazioni di minoranza * acquirente familiare	**+21.8% *****	**+23.8% ***
Cessione del controllo * acquirente familiare	**+24.7% *****	**+35.5% *****

Acquirente familiare → STRANIERO	ROI	ROE
Operazioni di minoranza * acquirente familiare	+15.9%	+11.6%
Cessione del controllo * acquirente familiare	+17.7%	**+54.0% *****

Analisi di moderazione che permette di stimare l'impatto dell'apertura del capitale a seconda che l'acquirente sia familiare o meno nel caso in cui l'acquirente sia nazionale

I valori indicano performance superiori (+) o inferiori (-) di "x" punti rispetto alla media della popolazione con alta significatività (*** o ***) se il p value è <.01, media significatività (** o **) se il p value è <.05, discreta significatività (* o *) se il p value è <.1). Per l'elaborazione sono stati considerati i dati relativi al periodo 2005-2022 (Fonte: Aida). E' stata eseguita una analisi di regressione lineare con effetti fissi per anno e settore ed i seguenti controlli: i) età dell'azienda; 2) dimensione dell'azienda; 3) indebitamento (debt / equity ratio); 4) percentuale consiglieri familiari; 5) Liquidità (Cash holdings)

Governance e apertura del capitale: il ruolo dell’accentramento del potere

AIDAF ITALIAN FAMILY BUSINESS

Università Bocconi MILANO

CATTEDRA AIDAF-EY
DI STRATEGIA DELLE AZIENDE FAMILIARI
IN MEMORIA DI ALBERTO FALCK

UniCredit Wealth Management

Angelini Industries

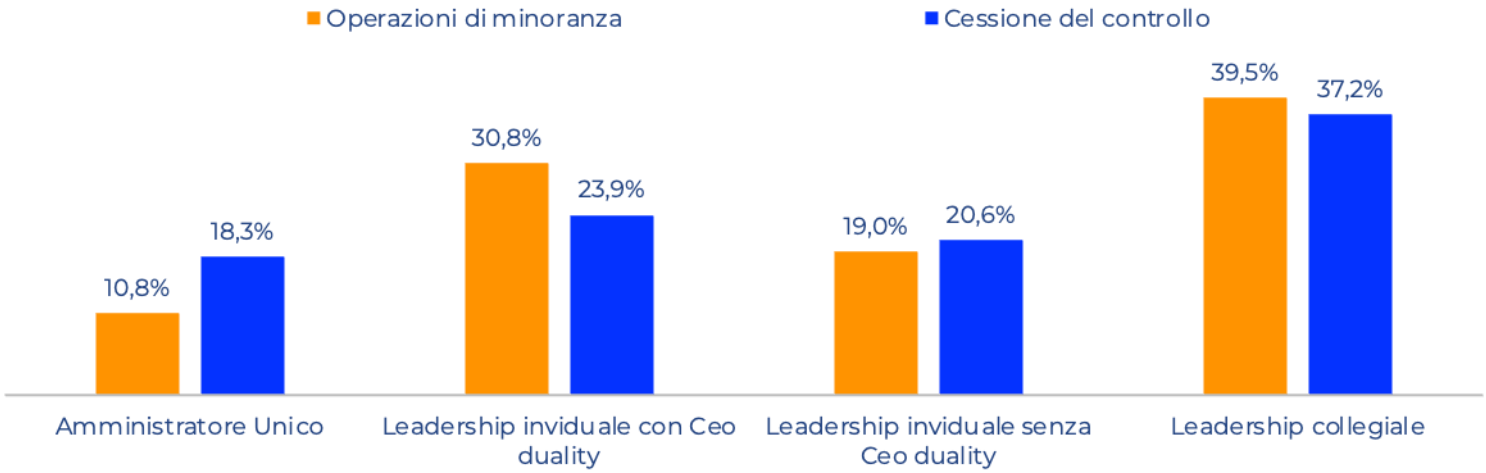
EY Shape the future with confidence

BORSA ITALIANA

I modelli di leadership delle aziende familiari che hanno aperto il capitale

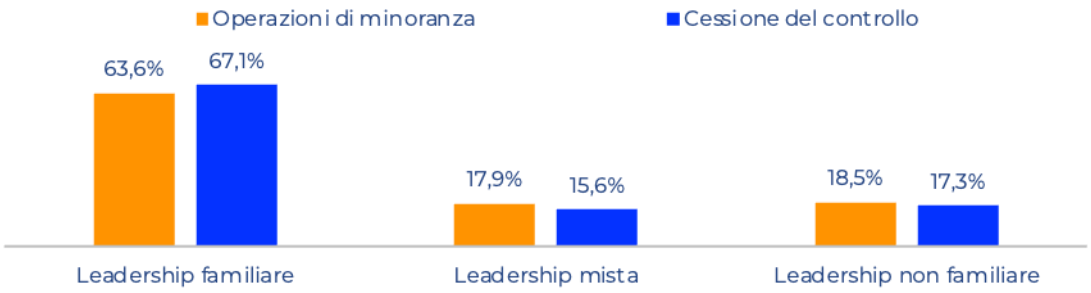
Le aziende familiari che hanno aperto il capitale hanno modelli di leadership (molto) più strutturati (con uno o più Amministratori Delegati) rispetto alla media nazionale dell'Osservatorio AUB.

Questa evidenza indica che l'apertura del capitale si associa più frequentemente a assetti di comando formalizzati, nei quali la leadership risulta chiaramente definita.



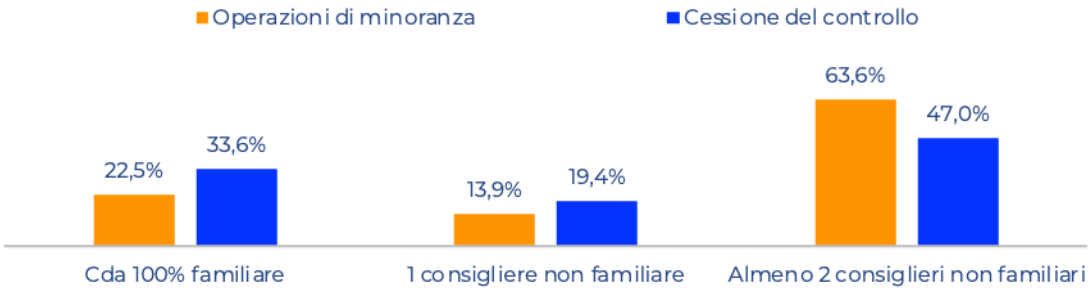
Osservatorio AUB	29,9%	22,2%	14,1%	33,8%

L'apertura al vertice delle aziende familiari che hanno aperto il capitale



Osservatorio AUB	76,9%	10,4%	12,7%

Le aziende che hanno aperto il capitale mostrano una **maggiore apertura verso una leadership non familiare** rispetto alla media nazionale dell'Osservatorio AUB.

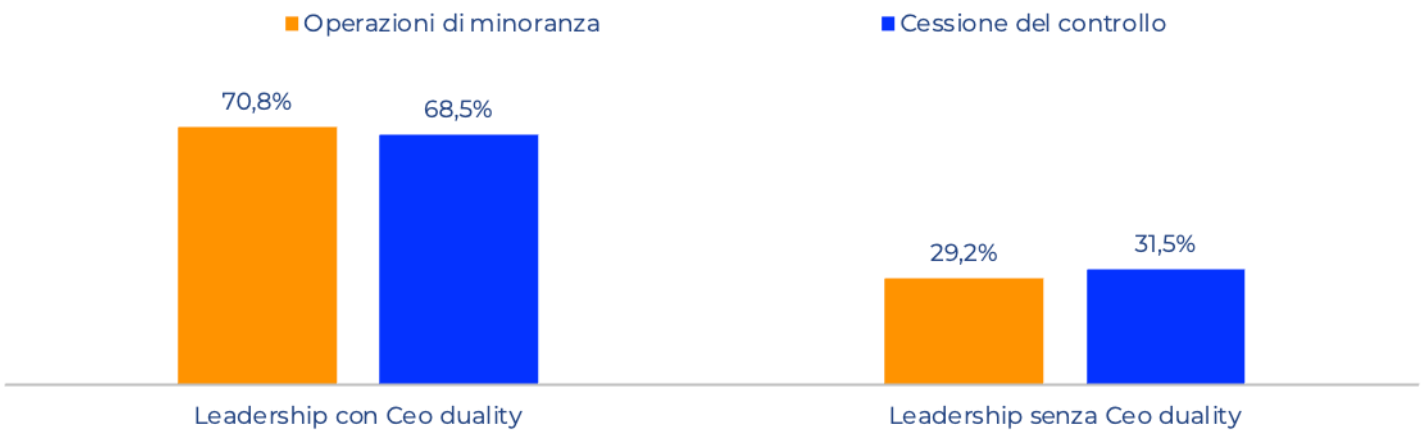


Osservatorio AUB	44,5%	18,9%	36,5%

Parallelamente, si osserva una **minore incidenza di CdA "chiusi"**, indicando che l'apertura del capitale viene ricercata più frequentemente nei casi in cui c'è maggiore apertura negli organi di governo.

CEO duality nelle aziende che hanno aperto il capitale

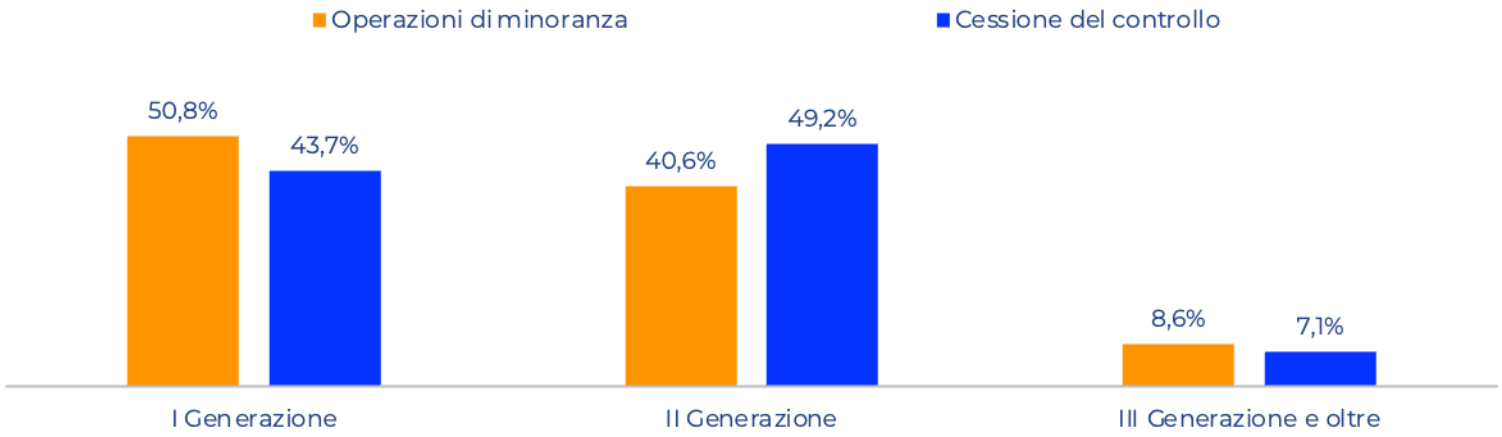
Le aziende familiari che hanno aperto il capitale tramite cessione del controllo a terzi mostrano una minore propensione verso l'accentramento del potere, come evidenziato dalla minore incidenza della CEO duality.



Osservatorio AUB	**77,5%**	**22,5%**

La generazione al vertice delle aziende familiari che hanno aperto il capitale

Le aziende che hanno aperto il capitale mostrano anche una maggiore apertura verso le nuove generazioni al comando rispetto alla media nazionale dell'Osservatorio AUB.
Questa evidenza suggerisce che le generazioni successive alla prima sono più propense alla cessione del controllo.



Osservatorio AUB	**49,0%**	**44,0%**	**7,0%**

L'impatto dell'apertura del capitale sulle performance: la governance

I risultati mostrano che l'impatto dell'apertura del capitale sulle performance varia anche in funzione delle caratteristiche di governance dell'azienda prima dell'operazione.

In particolare, le strutture di governance caratterizzate da CEO duality e le aziende di prima generazione mostrano un impatto negativo, suggerendo che l'apertura del capitale produce esiti meno favorevoli quando si innesta in contesti caratterizzati da un elevato accentramento del potere e da una forte dipendenza dalla figura del fondatore.

Impatto della CEO duality	ROI	ROE
Operazioni di minoranza*ceo duality pre-evento	+8.0%	+10.5%
Cessione del controllo*ceo duality pre-evento	**-29.6% ****	**-71.7% *****

Impatto della Prima generazione	ROI	ROE
Operazioni di minoranza*I generazione vertice	**+8.9% ***	+8.7%
Cessione del controllo*I generazione vertice	**-12.0% ****	**-16.7% ****

Analisi di moderazione che permette di stimare l'impatto dell'apertura del capitale in funzione di alcune caratteristiche di governance pre-operazione

I valori indicano performance superiori (+) o inferiori (-) di "x" punti rispetto alla media della popolazione con alta significatività (*** o ***) se il p value è <.01, media significatività (** o **) se il p value è <.05, discreta significatività (* o *) se il p value è <.1). Per l'elaborazione sono stati considerati i dati relativi al periodo 2005-2022 (Fonte: Aida). E' stata eseguita una analisi di regressione lineare con effetti fissi per anno e settore ed i seguenti controlli: i) età dell'azienda; 2) dimensione dell'azienda; 3) indebitamento (debt / equity ratio); 4) percentuale consiglieri familiari; 5) Liquidità (Cash holdings)