



# Operazioni di Corporate Finance per il Ricambio Generazionale

*Gimede Gigante*

Università degli Studi di Roma Tor Vergata  
Sala del Consiglio  
1 Dicembre 2005



Dottorato di Ricerca Banca e Finanza  
Università degli Studi di TorVergata



# AGENDA:

- Introduzione
- Obiettivi
- Struttura
- Metodologia
- Conclusioni
- Riferimenti Bibliografici

# Introduzione:

Lo studio del problema del passaggio generazionale in aziende a conduzione familiare si è sviluppato secondo diverse direttrici di analisi ed ha attinto a diverse fonti:

- Ricerche, studi, documenti già prodotti sull'argomento a livello nazionale ed europeo;
- Dati statistici delle Camere di Commercio;
- Dati provenienti dalle banche dati delle Associazioni di categoria (C.N.A., A.I.F.I., A.I.D.A.F.);
- Dati provenienti da questionari qualitativi somministrati ad imprenditori;



# Obiettivi:

- Analizzare il modello di gestione a conduzione familiare, e scoprire come esso rappresenti ancora ad oggi, un modello di impresa largamente diffuso nel sistema industriale italiano;
- Evidenziare il problema legato al passaggio generazionale e scoprire che esso è una variabile importante di mortalità tra le imprese di famiglia;
- Cercare di dare una risposta al problema generazionale analizzando e studiando l'efficacia di alcune operazioni finanziarie che aiutano l'impresa di famiglia a sopravvivere al proprio fondatore



**Obiettivi:**

*Analisi di un caso particolare:*



*Le Operazioni Leveraged*



# Struttura:

## 1) Analisi Macroeconomica

- 2) Il problema del Ricambio Generazionale;
- 3) L'intervento dell'intermediario;

# 1) Analisi Macroeconomica

**Peso delle imprese familiari sulle prime 100 imprese per fatturato**

<b>Paese</b>	<b>%</b>
<b>Italia</b>	<b>43</b>
<b>Francia</b>	<b>26</b>
<b>Germania</b>	<b>17</b>
<b>USA</b>	<b>17</b>

*Fonte: analisi L.E.K. Consulting su dati Aidaf*

# 1) Analisi Macroeconomica

## Imprese familiari in diversi paesi

PAESE	IMPRESE FAMILIARI SU IMPRESE TOTALI (%)	CONTRIBUTO IMPRESE FAMILIARI AL PIL (%)	FORZA LAVORO IMPIEGATA NELLE IMPRESE FAMILIARI (%)
ITALIA	93	85	79
GERMANIA	80	66	75
FRANCIA	60	60	45
BELGIO	70	55	nd
USA	96	40	60

*Fonte: analisi L.E.K. Consulting su dati Aidaf*



# 1) Analisi Macroeconomica

## Controllo nelle Imprese Familiari: la situazione Italiana

<b>La generazione ai vertici dell'azienda</b>	<b>%</b>
<b>Prima generazione</b>	<b>27,8</b>
<b>Seconda generazione</b>	<b>41,0</b>
<b>Terza generazione</b>	<b>21,2</b>
<b>Quarta generazione</b>	<b>8,0</b>
<b>Quinta generazione</b>	<b>1,4</b>
<b>Sesta generazione</b>	<b>0,1</b>
<b>Settima generazione</b>	<b>0,5</b>
<b>Totale</b>	<b>100</b>

*Fonte: analisi L.E.K. Consulting su dati Aidaf*



# Struttura:

➤ 1) Analisi Macroeconomica;

2) Il Problema del ricambio generazionale

➤ 3) L'intervento dell'intermediario;

## 2) Il Problema del ricambio generazionale

- La solidità dell'impresa a conduzione familiare è minata da una forte commistione patrimoniale tra sfera aziendale e familiare nella gestione dei rapporti economici;
- Tale modello nel lungo periodo tende ad indebolirsi sotto il profilo patrimoniale, reddituale e competitivo;
- Numerosi studi hanno dimostrato che questi squilibri si accompagnano in particolare a problemi di ricambio generazionale e di transizione a diversi livelli:

## 2) Il Problema del ricambio generazionale

- Imprenditori con più di 60 anni: 43% del totale;
- Imprenditori familiari coinvolti ogni anno nel passaggio generazionale: 66.000 ca;
- Imprese a rischio ogni anno: 20.000 ca;
- Imprese che nei prossimi 10 anni dovranno affrontare il problema: il 40% del totale;



## 2) Il Problema del ricambio generazionale

- Presenza di un discendente nel gruppo di comando dell'azienda: 70% del totale;
- Imprenditori che manifestano l'intenzione di lasciare l'azienda a un familiare: 68% del totale;
- Imprenditori che considerano il passaggio generazionale un fenomeno gestibile con grandi difficoltà o impossibile da gestire: più dell'80% del totale;



# Struttura:

- 1) Analisi Macroeconomica;
- 2) Il Problema del ricambio generazionale

3) L'intervento dell'intermediario



### 3) L'Intervento dell' intermediario

- **Accompagnare il passaggio da una struttura familiare ad una più manageriale**

#### **Attraverso:**

- **MODIFICHE DELLA COMPAGINE PROPRIETARIA**
- **DIVERSIFICANDO LA STRUTTURA FINANZIARIA DELLE STESSA IMPRESE**

### 3) L'Intervento dell' intermediario

➤ **Operazioni Finanziarie che possono agevolare la riallocazione della proprietà o comunque aiutare le imprese ad affrontare alcune forme di transizione:**

- **Rapporto tra continuità e finanza d'impresa;**
- **Necessità di reperire risorse finanziarie per supportare lo sviluppo del mercato mantenendo l'equilibrio patrimoniale dell'impresa, assicurare uno sviluppo autonomo e garantire la continuità al gruppo familiare di controllo;**





### 3) L'Intervento dell' intermediario

➤ **Operazioni Finanziarie che possono agevolare la riallocazione della proprietà o comunque aiutare le imprese ad affrontare alcune forme di transizione:**

- La ricerca di mezzi finanziari si scontra tuttavia con la connotazione di indipendenza della famiglia e la scarsa attitudine ad accogliere nel capitale soci esterni alla famiglia;
- Indiscutibili vantaggi derivanti dall'intervento di un investitore istituzionale;



### 3) L'Intervento dell' intermediario

- **FONDO CHIUSO;**
- **QUOTAZIONE;**
- **CONFERIMENTO;**
- **OPERAZIONI DI BUY OUT;**



### 3) L'Intervento dell' intermediario

#### ➤ **FONDO CHIUSO (1/3)**

Efficace strumento di natura non solo finanziaria e mobiliare, ma anche consultivo e culturale in grado di consentire alle imprese il cui capitale è concentrato nelle mani di una compagine azionaria ristretta di realizzare efficaci strategie finanziarie per la continuità

### 3) L'Intervento dell' intermediario

#### ➤ **FONDO CHIUSO (2/3)**

Continuità attraverso:

- Max del Valore Aziendale:

**MAX dell'IRR (Internal Rate of Return).  $IRR = (\sqrt[n]{P_n} / P_0)$**

- Gestione per tempo in un arco temporale determinato (e comunque di medio termine) della pianificazione strategico-finanziaria della successione

### 3) L'Intervento dell' intermediario

#### ➤ FONDO CHIUSO (3/3)

Consulenza finanziaria suggerendo profili di intervento e soluzioni di finanziamento che spaziano dagli strumenti creditizi a raffinati strumenti finanziari, mobiliari ed immobiliari italiani ed esteri di cui l'imprenditore non ha la conoscenza necessaria per una corretta applicazione degli stessi alle esigenze della propria impresa. In questa maniera si svincola il capitale d'impresa alla dipendenza diretta e spesso esaustiva dal capitale di debito e di famiglia;

Consulenza strategica prospettando alleanze, studiando operazioni di integrazione e semplificazione del business, arricchendo il potere contrattuale non solo su scala nazionale ma anche internazionale



### 3) L'Intervento dell' intermediario

➤ **QUOTAZIONE (1/2)**

Soluzione da intendere come scelta deliberata e pianificata di sviluppo della compagine aziendale.



### 3) L'Intervento dell' intermediario

#### ➤ **QUOTAZIONE (2/2)**

ALCUNE DIFFIDENZE DELL'IMPRENDITORE:

1. Underpricing;

2. Perdita di controllo



### 3) L'Intervento dell' intermediario

#### ➤ **CONFERIMENTO (1/3)**

1. Passaggio di ricchezze all'interno del nucleo familiare
2. Trasmissione di una parte del patrimonio al momento in cui il capofamiglia è ancora in vita, con contemporanea presenza nell'impresa di due generazioni



### 3) L'Intervento dell' intermediario

#### ➤ **CONFERIMENTO (2/3)**

Soluzione operativa

**COSTITUZIONE DI UNA HOLDING**



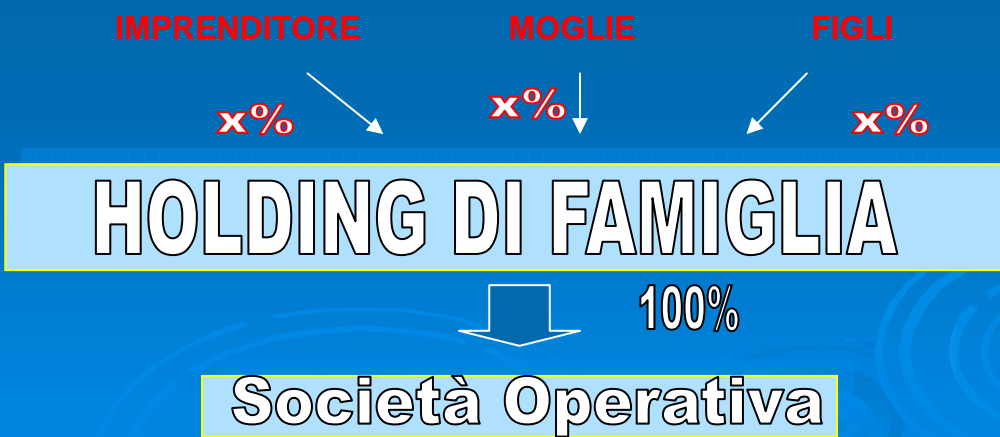
**Società Operativa**

**Società Operativa**

**o  
b  
i  
e  
t  
t  
i  
v  
i**



- Separare dalla parte operativa i conflitti che potrebbero sorgere tra gli azionisti
- Garantire unitarietà al comando
- Facilitare il reperimento di risorse finanziarie e manageriali
- Ottimizzazione fiscale
- Progettare la Governance per il futuro





### 3) L'Intervento dell' intermediario

#### ➤ **CONFERIMENTO (3/3)**

Separazione della gestione Operativa dell'azienda dalle movimentazioni delle quote societarie in capo all'istituto familiare;

Superamento del rischio di vendita a terzi di quote dell' azienda, mantenendo unitaria la proprietà della società operativa in capo alla holding.



### 3) L'Intervento dell' intermediario

#### ➤ **OPERAZIONI DI BUY OUT (1/9)**

In base al soggetto che prende il controllo dell'azienda acquisita:

\* **INVESTOR BUY OUT (IBO)**

dove il principale attore è l'investitore istituzionale;

\* **MANAGEMENT BUY OUT (MBO)**

quando è il gruppo manageriale a sostituire i precedenti azionisti;

\* **EMPLOYEES BUY OUT (EBO)**

se vengono coinvolti tutti i dipendenti;

### 3) L'Intervento dell' intermediario

#### ➤ OPERAZIONI DI BUY OUT (2/9)

L'acquisizione può caratterizzarsi per l'utilizzo dello strumento della leva finanziaria indipendentemente dal soggetto che diviene portatore dell'interesse imprenditoriale

**LEVERAGED BUY OUT**

### 3) L'Intervento dell' intermediario

#### ➤ OPERAZIONI DI BUY OUT (3/9)

#### LEVERAGED BUY OUT

*Il leveraged buyout o LBO è una particolare tipologia di operazione di acquisizione di una società, che prevede la creazione di una società-veicolo distinta dagli investitori finanziari e dalla figura dello sponsor, che è l'intermediario finanziario alla ricerca di imprese target*

### 3) L'Intervento dell' intermediario

#### ➤ OPERAZIONI DI BUY OUT (4/9)

#### LEVERAGED BUY OUT

*Nella Newco affluiscono le risorse finanziarie attraverso equity, debito senior e debito junior. Nella fase successiva si può verificare che:*

- 1) La NewCo conferisce gli asset nella società target e quindi riceve partecipazioni della stessa (schema Openheimer).*
- 2) Si ha una fusione per incorporazione tra società target (in genere incorporante) e NewCo (incorporata), secondo lo schema Kkr.*

### 3) L'Intervento dell' intermediario

#### ➤ OPERAZIONI DI BUY OUT (5/9)

##### LEVERAGED BUY OUT

*Il debito contratto viene generalmente poi ripagato o con i flussi di cassa generati dall'impresa acquisita o vendendo rami dell'azienda (o business unit non strategiche). In questo secondo caso si parla anche di break-up.*

*Fino al 2003 vi era un espresso divieto di porre in essere operazioni di Lbo, poichè strumento di aggiramento per interposta persona (Newco) del divieto di sottoscrizione di azioni proprie (art.2357 c.c.) e del divieto di assistenza finanziaria per la sottoscrizione o l'acquisto di azioni proprie.*



### 3) L'Intervento dell' intermediario

#### ➤ OPERAZIONI DI BUY OUT (6/9)

#### LEVERAGED BUY OUT

*La riforma 2003 ha subordinato la liceità della operazione all'adempimento di alcuni oneri. In particolare, gli amministratori delle società interessate all'operazione dovranno predisporre un piano economico e finanziario, confortato da una relazione di esperti che ne attesti la ragionevolezza, nel quale devono essere indicate le fonti delle risorse finanziarie e devono essere descritti gli obiettivi che si intendono raggiungere.*

### 3) L'Intervento dell' intermediario

#### ➤ OPERAZIONI DI BUY OUT (7/9)

#### LEVERAGED BUY OUT

*Importante è la distinzione tra debito senior (ossia con garanzie e covenant positive e negative) e debito junior. Quest'ultimo viene remunerato dopo il debito senior.*

*In una operazione corretta di leveraged buyout la concessione del debito senior è subordinata ad una serie di condizioni, tra cui:*

- *L'obbligo di pagare interessi e capitale nel caso in cui vi sia un esubero di liquidità - Il mantenimento del rapporto Debt/Equity entro un certo valori(in genere 1,75).*

### 3) L'Intervento dell' intermediario

#### ➤ OPERAZIONI DI BUY OUT (8/9)

Se l'acquisizione di azienda avviene da parte di un gruppo di manager interni all'azienda che assumono la figura di manager/imprenditori affiancati da un financial sponsor, che fornisce gran parte delle risorse finanziarie a titolo di debito per l'operazione:

**MANAGEMENT LEVERAGED BUY OUT**

### 3) L'Intervento dell' intermediario

#### ➤ OPERAZIONI DI BUY OUT (9/9)

##### MANAGEMENT LEVERAGED BUY OUT

*La tecnica finanziaria del leveraged buy-out risulta la più utilizzata per la realizzazione di operazioni di management buy-out per aziende a conduzione familiare in quanto crea imprenditorialità diffusa e garantisce la continuità affiancando un management agli eredi che continueranno a svolgere un ruolo di primo piano, ma non più solitario;*

*Il prevalente utilizzo di capitale di debito rende infatti possibile, a manager di comprovata esperienza e professionalità, ma con contenute disponibilità finanziarie, l'acquisizione di "responsabilità Imprenditoriale", quasi sempre con il contributo di investitori istituzionali nel capitale di rischio.*



# Metodologia:

**Individuazione del maggior numero possibile di operazioni di Buy-out realizzate in Italia da parte di investitori istituzionali nel capitale di rischio negli anni 1990/2005**

**Da qui si è giunti, ad acquisire alcune informazioni su un campione sufficientemente rappresentativo dell'universo di riferimento (che era caratterizzato da più di 400 operazioni negli anni di riferimento)**

**La composizione settoriale del campione è risultata sufficientemente complessa e variegata (lo costituiscono imprese strettamente manifatturiere, dell'energia, delle telecomunicazioni, dell'elettronica, della chimica)**

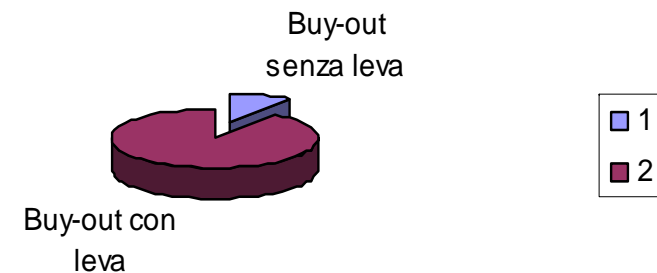
# Alcuni Risultati:

La quasi totalità delle operazioni di buy-out è stata realizzata da investitori istituzionali nel capitale di rischio coinvolgendo, nel processo di acquisizione, il management interno/esterno, e utilizzando in maniera decisa lo strumento della leva finanziaria

**QUINDI**

- Il leveraged buy-out ha rappresentato una tecnica particolarmente utile per favorire il cambiamento degli assetti proprietari verso soggetti di comprovata capacità professionale rappresentando un'alternativa importante a disposizione dell'imprenditore per gestire il passaggio generazionale

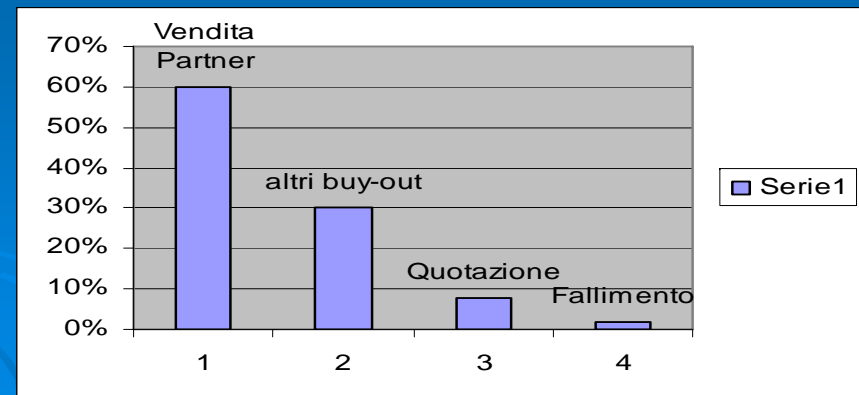
## Ricorso alla leva finanziaria



# Alcuni Risultati:

Le principali way-out sono state rappresentate

- Per il 60% dei casi dalla vendita a un partner industriale;
- Per il 30% dei casi si è trattato di cessione a manager dell'impresa o altri investitori finanziari,
- Solo per l' 8% dei casi l'azienda è stata oggetto di quotazione in Borsa;





# Alcuni Risultati:

Successivamente alle operazioni leveraged tutti i principali fattori economico-reddituali hanno tenuto;

Ed inoltre si è liberato un potenziale di crescita non sfruttato e vincolato al limitato capitale messo a disposizione dalla compagine proprietaria di matrice familiare;

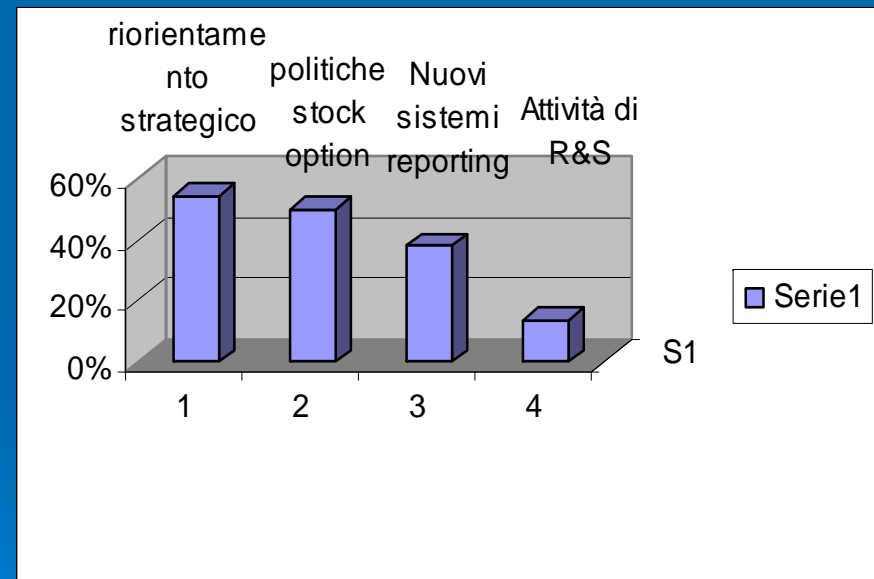


# Alcuni Risultati:

Le imprese post-buy-out hanno messo in atto operazioni del tipo:

- Riorientamento strategico;
- Nuove politiche di Stock Option;
- Nuove attività di R&S;
- Nuovi sistemi di Reporting.

*(rielaborazione dati Università di Liucc Catellanza / AIDAF)*



# Alcuni Risultati:

- Non sono mancati tuttavia casi (2%) che hanno evidenziato il fallimento e quindi l'uscita con l'azzeramento del valore della partecipazione;
- La tecnica del Leveraged Buy-Out è straordinariamente conveniente nella gestione del passaggio generazionale ma anche molto rischiosa



**Il MLBO finanzia il passato (ovvero la qualità del patrimonio accumulato dall'impresa) e il futuro (ovvero il successore manager/imprenditore che verrà posto alla guida della NewCo e dalle cui scelte dipenderà la restituzione del debito contratto con i Lenders per la messa a punto dell'operazione). Anche per questa sua caratteristica intrinseca il MLBO, in quanto ideale incontro tra passato e futuro, rappresenta il banco di prova forse più significativo per la verifica della validità del piano di successione e la realizzazione della Continuità Aziendale**



# Conclusioni:

**Le operazioni di buy-out in Italia dalla loro introduzione hanno coinvolto un elevato numero di imprese di piccole e medie dimensioni;**

**La maggioranza delle operazioni si è concentrata nel Nord Italia;**

**Le operazioni di buy-out sono sensibilmente concentrate nei settori tradizionali, pur essendo presenti anche operazioni in settori “innovativi”;**

**Il canale di disinvestimento più utilizzato è stato la vendita a partner industriali;**



# Conclusioni:

**La motivazione all'acquisto da parte dell'investitore istituzionale risiede, nella maggioranza dei casi, nella constatazione di un potenziale di crescita non sfruttato da parte dell'azienda target, quindi la principale spinta alla realizzazione di operazioni di management leveraged buy-out da parte degli investitori istituzionali è rappresentata dalla volontà di creazione di ulteriore valore nell'azienda target;**

**Mediamente, le aziende oggetto di buy-out riescono, nel periodo successivo all'operazione, ad accelerare il loro processo di sviluppo e, al tempo stesso, a migliorare i principali indicatori di performance, quindi l'impatto economico delle operazioni di management leveraged buy-out sulle aziende target risulta, in generale, molto positivo;**



# Conclusioni:

Nel periodo immediatamente successivo al buy-out vengono posti in essere interventi che tendono ad una maggiore managerializzazione;

Quindi le operazioni di management leveraged buy-out hanno un impatto positivo sull'assetto organizzativo delle imprese;

Solo una minima parte delle risorse umane impiegate nelle aziende target viene sacrificata ai fini della riorganizzazione aziendale, quindi la creazione di valore nelle operazioni di MLBO non passa attraverso la riduzione occupazionale.

# Riferimenti Bibliografici:

- A.A.V.V. "Dossier Venture Capital", da "il sole 24 ore" del 2000
- A.A.V.V. "Guida alla riforma delle successioni e donazioni" inserto de "il sole 24 ore" del 30/10/2000
- A.A.V.V. "Successioni e donazioni: guida alle novità"; Le guide operative de "il sole 24 ore", Novembre 2000
- A.A.V.V., "Padri e figli in azienda, Aspettative a confronto", Assolombarda, 1990
- Aifi, "Capitali per lo sviluppo - Merchant banking, venture capital, fondi chiusi: un quadro internazionale", VI Rapporto biennale 1997-98, Guerini e associati, Milano, 1997
- Aifi, "Capitali per lo sviluppo, un'analisi del mercato internazionale del private equity e del venture capital", Il Sole24Ore, Milano 2000
- Aifi, "Medie imprese familiari, capitali di rischio e quotazione", Guerini e Associati, Milano 1997
- Airoidi G., Franco Amatori e Giorgio Invernizzi: "Proprietà e Governo delle Aziende Italiane", Milano 1995
- Alessandrini P., "La banca in un sistema locale di piccole e medie imprese", il Mulino 1994
- Allegri A., "Largo agli eredi del potere", in "Espansione", 233 ottobre 1989
- Ambrosi D.M., "Transfer of the family-owned business", in Journal of Small Business Management, January 1988
- André G., « Les Holding Familiales: Perennità et Succession », Parigi, 1980
- Angel G.M. e Carlos Garcia Pont, "La Impresa Familiar en la Economía Espanola", Barcelona, 1988
- Arnott R., J. Stiglitz, "Moral Hazard and Non Market Institutions: Disfunctional Crowding out or Peer Monitoring", in The American Economic Review, 1991
- Baglioni A., "Il ruolo del risparmio gestito: teoria ed evidenza empirica", 1999
- Bank of England, "Finance for small firms", London 2000
- Barca F., "Allocazione e riallocazione della proprietà e del controllo delle imprese: ostacoli, intermediari, e regole", Banca D'Italia, 1993
- Barca F., G. Ferri, Crescita, "Finanziamento e riallocazione del controllo: teorie e prime evidenze empiriche per l'Italia", Banca d'Italia, 1993
- Barca F., M. Bianchi, F. Brioschi, L. Bozzacchi, P. Casavola, L. Filippa, M. Pagnini, "Gruppo, proprietà e controllo nelle imprese Italiane Medio Grandi", Vol.2: Assetti proprietari e mercato delle imprese, Il Mulino, 1994
- Barca F., M. Bianco, L. Cannari, R. Cesari, C. Gola, G. Manitta, G. Salvo, L.F. Signorini, "Proprietà, modelli di controllo e riallocazione nelle imprese industriali italiane", vol.1: Assetti proprietari e mercato delle imprese, Il Mulino, 1994
- Bertella V., "La Pianificazione del ricambio generazionale nell'impresa familiare", Cedam 1993
- Boehemer e A.Ljungqvist, "The choice of outside equity: evidence on privately held firms", Mimeo, New York University, Stern School of Business, New York, 2001
- Boffelli G., "Come valutare l'impresa", Maggioli Editore, Rimini, 1999
- Boldizzoni D., "La piccola Impresa", Milano, Il Sole24Ore, 1985
- Bolton P. e E.Von Thadden, "The ownership structure of firms: liquidità and control in the privately held firms", Journal of Finance, vol.53,pp.1-25, 1998
- Brindani U., "Quando conviene la finanziaria di famiglia", in "Espansione" 191, Aprile 1986

# Riferimenti Bibliografici:

- Brioschi F., L. Buzzacchi, M. Colombo, "Raccolta di capitale di rischio e separazione fra possesso e controllo nei gruppi industriali italiani", 1997
- Brugger A., Finanza Aziendale, "Analisi per le operazioni di Finanza straordinaria", materiali per il corso, Egea, Milano 2000
- Brugger G., "La valutazione dei beni legati al marketing e alla tecnologia", in Finanza Marketing e Produzione", 3/1985
- Campobasso F.: "Il sistema Giuridico Italiano-Diritto Commerciale-Diritto dell'Impresa" UTET 2000
- Cappellini P., "Manuale di Finanza Straordinaria", Ed. IISole24Ore, Milano 1998
- Capra L., N. D'Amico, G. Ferri, N. Pesaresi, "Gli intermediari della riallocazione proprietaria in Italia", Vol.3: Assetti proprietari e mercato delle imprese, il Mulino, 1994
- Caselli S., "Corporate banking per le piccole e medie imprese", Bancaria Editrice , pag.36 e ss., novembre 2001
- Channon D.F., "The Strategy and Structure of British Enterprise", Londra , Macmillan, 1971
- Christensen R., "Management Succession in small and growing Enterprises, The andover Press 1952 A.D. Chandler, The Visibile Hand", Harvard Press University, 1977
- Ciambotti M., "I processi di transizione imprenditoriale nelle imprese familiari di minori dimensione, in Piccola Impresa/Small Business", 1991
- Colette D., "A new Breed of Entrepreneur: Daughters in Family Owned Business Network", Sda Bocconi, Milano 1993
- Corbetta G., "Le Medie Imprese alla ricerca della loro identità", Egea Milano ristampa2000
- Coronella S., "Conferimento dell'azienda" pag.40, Milano 1993
- Cottino, in "Osservazioni in tema di scorporo di società", in Rivista trimestrale di diritto e procedura civile, pag.768 e s.s., 1957
- D'Ippolito, N. Lomeo, "Scorporazioni di società", in Giustizia civile, tomo secondo, quarta parte pag.49 e ss., 1969
- Del Bo J.M., "La riforma delle successioni punta sui passaggi d'azienda", da "il sole 24 ore", 12/02/99
- Del Bo J.M., "Successioni in ritardo sulla UE", da "il sole 24 ore" del 28/10/99
- Dell'Amore G., "Le fonti del Risparmio Familiare", Giuffrè, pagg36 e ss., 1962
- Demattè C., Corbetta, "I processi di transizione nelle imprese familiari", Milano, pag.128, 1993
- Dessy A., A. Gervasoni, J. Vender, "Le piccole e medie imprese e il capitale di rischio", Egea, 1989
- Dessy A., Vender, "Capitale di rischio e sviluppo dell'impresa", Egea Milano ristampa 2002
- Dyer W.G., "Cultural change in family firms", California, Jessey Bass Pubblischer , San Francisco 1986
- Ellingsen T. e K.Rydqvist "The stock market as a screening device and the decision to go public", Working papers in Economics and Finance, n.174, Stockholm School of Economics, Stoccolma 1997
- F.V., "Aziende salve con il buy-out" da il sole 24 ore del 28/10/02
- Ferrara F., "Le operazioni di LMBO sul mercato statunitense ed Europeo", in M.C.Ferrario (a cura di) op.cit.
- Ferrari G., "Il giudizio sulla quotazione di un gruppo di matricole" in Massari M., "Le imprese che possono accedere alla Borsa Valori in Italia", IISole24Ore Libri, Milano, 1992
- Flamholtz E., "Toward a Theory of Human resource value in formal organization", in accounting review, 1967
- Forestieri G., "I fondi mobiliari chiusi: condizioni ed opportunità di sviluppo", in Zenit, 1990

# Riferimenti Bibliografici:

- Forestieri G., "La creazione di un mercato del capitale di rischio delle Pmi", Egea, 1993
- Forestieri G., "Il sistema bancario italiano verso un modello di corporate banking: mito o realtà?", in M. Baravelli, Le strategie competitive nel corporate banking, Egea, Milano, 1997
- Forestieri G., G. Corbetta, "Le banche Italiane dal credito al Merchant Banking", in Mediocredito Lombardo, 1996
- Gallo M., "Cultura en Impresa Familiar, Nota tecnica de la Division de Investigation del Iese n.DGN-457", Barcellona 1993
- Gatti S., "L'offerta dei servizi di corporate finance per le imprese di piccola e media dimensione in Italia, struttura, prodotti, concorrenza ed evidenze empiriche", Mediocredito Lombardo 1993
- Gennaro G., "Imprese di famiglia di grandi dimensioni", in Organizzazione e Sviluppo, n.87
- Gervasoni A., "Il ruolo degli investitori istituzionali nel capitale di rischio per lo sviluppo d'impresa", in "Capitale di rischio e sviluppo dell'impresa", EGEA, Milano, 1996
- Gervasoni A., F. Perrini, "I fondi di investimento mobiliare chiusi", Egea 1994
- Guatri L., "La teoria di creazione del valore: una via europea", Milano, Egea, pag.21, 1991
- Guatri L., "Le varie concezioni del valore del capitale: necessità di eliminare alcune confusioni metodologiche", Finanza Marketing e Produzione, n.2 1992.
- Guatri L., "Trattato sulla valutazione delle aziende", Egea, Milano 1998
- Guatri L., M. Massari, "La diffusione del valore", Egea, Milano, 1992
- Heikmian-Jones, "Put people on your balance sheet", in Harvard Business Review, 1967
- Heum D., "Mergers, Take-overs and The Enforcement of Profit Maximization", in Fairburn J., Kay J. (edited by) (1989), Mergers and Merger Policy, Oxford University Press, pagg. 138-139, Oxford 1989
- Iorio A., "Verifiche difficili sull'estero", da "il sole 24 ore" del 30/06/2000
- Jensen M. e W. Meckling "Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure", Journal of Financial Economics, n.3,p.p. 305/360, 1976
- Jensen M.C., W.H. Meckling, "Theory of the firm, Managerial Behavior, Agency cost, and ownership structure", in Journal of Financial Economics, Vol.3, 1976
- Jovenitti P., "Le operazioni di finanza straordinaria", pagg. 374-375.
- Jovenitti P., "Strategie Mobiliari per la continuità e la successione d'impresa", Collana biblioteca d'Azienda, Egea, Milano 1998
- Jovenitti P., "Le operazioni di Finanza straordinaria", in Trattato di economia delle aziende industriali, Egea, 1983
- Lanza C., L.Canovi, E.Fornaciari, A.Landi, "Banca e impresa nei mercati finanziari locali", Il Mulino 1994
- Lazzari V., "La struttura dell'offerta dei servizi di corporate finance alle Pmi", in G.Forestieri, G.Corbetta, "Le Banche italiane dal credito al merchant banking", Mediocredito Lombardo, Milano, 1996
- Lev e Schwartz, On the use of economic concept of human capital in financial statement, in Accounting Review, 1972
- Lo Vecchio L., "Passaggi d'azienda a maglie più strette", da "il sole 24 ore" del 10/06/02
- Maglietta A., "La valutazione di convenienza alla quotazione in Borsa", Etaslibri, 1994
- Manzone B., S. Trento, "Il trasferimento intergenerazionale delle imprese", Banca d'Italia, "Temi di discussione", n°205, luglio 1993
- Marchisio G. e D.Ravasi, "Family firms and the decision to go public: a study of Italian Ipos", mimeo, Università Bocconi Milano, 2001



# Riferimenti Bibliografici:

- Massari M., *"Finanza Aziendale Valutazione"*, McGraw-Hill, Milano 1998
- Massari M., *"Scelte finanziarie delle imprese"*, politiche sui dividendi e sistemi di imposizione, Rivista della Società , N.5 1978
- Matsche, *„Die Entscheidungswert der Unternrhmung, Wiesbanden“*, pag 28, 1975
- Maug E. *"Ownership structure and the life cycle of the firm :a theory of the decision to go public"*, mimeo, Duke University , Fuqua School of Business, New York, 2000
- Miyamoto M., *"The position and the role of family business in the development of Japanese Company system"*, in OKOCHI-YASUOKA, Family Business in the era of industrial growth, Tokio, University of Tokio Press, 1984
- Modigliani-Miller *"Corporate income Taxes and cost of Capital: a correction"*, in American Economic Rewiew , June 1963
- Modena M., *"Mercato Mobiliare per la PMI"*, 2000
- Modena M., *"Euro, mercati finanziari europei e sistemi creditizi: quali rischi e quali opportunità per le banche?"*, in Banche e Banchieri, settembre 1998
- Myers S., *"Determinants of Corporate Borrowing"* , in Journal of Financial Economics, n5 1977
- Pagano M., *"The flotation of companies on the stock market: a coordination failure model"*, European Economic Review, vol.37, n.5, pp.1101-1125, 1993
- Pagano M., F.Panetta e L.Zingales, *"Why do companies go public? An empirical analysis"*, Journal of Finance , vol.53 , n.1, pp.27-64, 1998
- Pennarelli T., *"Leveraged Buy-out e i processi di successione nelle imprese familiari"* , in Economia e Management ,1993
- Perrini F., *"Capitale di rischio e mercati per PMI"*, EGEA, Milano, pag. 49, 1998
- Perrini R., *"Successione: ecco la riforma"*, da La Repubblica del 29/03/01
- Pesaresi M., *"Aspetti Economici e normativi dell'attività degli enti creditizi rilevante per l'allocazione della proprietà"*, in Temi di discussione", n.206, Banca d'Italia, Roma, 1993
- Piantoni G., *"La successione familiare in azienda :continuità dell'impresa e ricambio generazionale"*, Etas libri 1993
- Podestà S., *"Intagibles e valore.Relazione del Convegno,Valori di capitale economico e valori di mercato quali strumenti per attenuare i divari?"*, Università Bocconi, Milano 1992
- Prati A., Schinasi G., *"European Monetary Union and International Capital Markets: Structural Implications and Risks"*, IMF Working Paper, WP/97/62, International Monetary Fund, pag. 8, 1997
- Prati A., Schinasi G., *"What impact will EMU have on European securities markets"*, Finance and Development, Vol. 34, No. 3, 1997
- Rajan R., *"Insiders and outsiders:the choice between informed and arm's lenght debt"*, Journal of Finance ,vol.47,n.4,pp.1367-1400, 1992
- Renoldi A., op.citata, L.Guatri, op.citata, S.Vicari op. citata, G:Brugger op. citata, *"La valutazione dei beni immateriali legati al Marketing e alla tecnologia"*, in Finanza Marketing e Produzione.
- Riello A., *"Tesi dei Giovani Imprenditori"*, Capri Settembre 1995
- Ritter J., *" The costs of going public"*, in Journal of Financial Economics, vol.19, n.2, pp.269-281, 1987
- Rizzini S. e Bisinelli, *"Patti parasociali ed ipotesi alternative per il controllo di società"*, Le Società", n2, 1997

# Riferimenti Bibliografici:

- Schillaci C.E., "I Processi di Transizione del potere imprenditoriale nelle imprese familiari", Giappichelli Torino 1990
- Schmalebach E., „Die Beteiligungsfinanzierung“, 8ª edizione, Colonia e Opladen, p.36 e ss., 1954
- Steward B.G., "La ricerca del Valore. Una guida per il management e gli azionisti", Egea, Milano 2000
- Tagi G., "Riflessioni sulle relazioni tra la funzione di finanziamento e quella di controllo del capitale proprio", in Finanza Marketing e Produzione, 1991
- Visconti M., "Patrimonio aziendale e patrimonio familiare"; in "Rivista dei dottori commercialisti" 1 gen-feb 1994
- Ward J.L., "Di Padre in figlio, come preparare il passaggio generazionale e assicurare continuità e prosperità alle aziende familiari", Franco Angeli, 1986
- Zadra G., "Prospettive del mercato dei prestiti in Italia", Milano 2000
- Zappa G., "Il reddito d'impresa," citazioni della seconda edizione, pag.76 edito da Giuffrè, Milano, 1946
- Zingales L., "Insider ownership and the decision to go public ", The review of Economic Studies, n.62, pp.425-448, 1992

## Siti Internet

- [www.ambrosetti.it](http://www.ambrosetti.it): Gruppo professionale che svolge attività di consulenza. Tra i servizi "Famiglia-Impresa" con una serie di servizi dedicati al passaggio generazionale.
- [www.cape.it](http://www.cape.it): si occupa della gestione delle aziende nel passaggio generazionale per conto dei fondi di cui è advisor, attraverso la valutazione e analisi finanziaria dell'azienda, la ricerca di partner strategici e soci finanziatori
- [www.eciparabolagna.it](http://www.eciparabolagna.it) ente di formazione per la piccola e media impresa che si occupa di ricambio generazionale tramite progetti di ricerca he tramite iniziative di formazione
- [www.cis-formazione.it/impresafamiliare.htm](http://www.cis-formazione.it/impresafamiliare.htm) viene presentato il progetto "imprenditori del 2000" e l'indagine "l'impresa familiare e il passaggio generazionale"
- [www.clubsuccessione.org](http://www.clubsuccessione.org): Club Successione d'Impresa C/O Lumetel S.c.r.l., affronta i problemi del passaggio generazionale anche per le implicazioni che può avere sul fronte del sistema di valori del distretto
- [www.efamilybusiness.com](http://www.efamilybusiness.com): Gruppo di consulenza per imprese famigliari in tutto il mondo, con particolare riguardo al tema della successione, pubblica una newsletter
- [www.fambiz.com](http://www.fambiz.com): Sito statunitense per le imprese a gestione familiare, ha una bibliografia di articoli relativi al tema del passaggio generazionale
- [www.fisco.it/successioni/index.htm](http://www.fisco.it/successioni/index.htm): su questo sito si trova il riassunto delle nuove normative in merito a successioni e donazioni introdotte con il collegato fiscale alla nuova finanziaria
- [www.generazionimpresa.com](http://www.generazionimpresa.com): è un'iniziativa della Camera di Commercio di Bologna per affiancare il passaggio generazionale dispone di una piazza virtuale "Borsa delle imprese" che ha lo scopo di far incontrare domanda e offerta.
- [www.henokiens.com/](http://www.henokiens.com/) è un'associazione di aziende familiari che hanno una longevità di almeno 200 anni, gestite ancora da un discendente del fondatore, all'interno del sito si trova un questionario di 50 domande per preparare in tempo la trasmissione d'impresa
- [www.kellogg.nwu.edu](http://www.kellogg.nwu.edu): "The Center for Family Enterprises" della Kellogg Graduate School of management

# Riferimenti Bibliografici:

- [www.kit.brunello.net](http://www.kit.brunello.net): Kit interattivo per il Monitoraggio del Passaggio Generazionale nelle aziende familiari.
- [www.il-trust-in-italia.it](http://www.il-trust-in-italia.it): è l'associazione che si occupa dello studio, ricerca e divulgazione delle problematiche inerenti i trusts in Italia.
- [www.mamys.it](http://www.mamys.it): è un sito che propone un servizio di Family Office per patrimoni complessi, tra l'altro: gestire il passaggio generazionale del patrimonio di famiglia
- [www.progettoimpresa.it](http://www.progettoimpresa.it): E' una società di consulenza per gli imprenditori nella gestione del passaggio generazionale, offre anche servizi di formazione e tutoraggio
- [www.resfamiliaris.it](http://www.resfamiliaris.it) : è un sito realizzato dallo studio Miglioli, si occupa di passaggio generazionale ed in particolare della stipula di patti di famiglia
- [www.sme-transfer.net](http://www.sme-transfer.net): si trovano i risultati in diverse lingue di un progetto realizzato con il sostegno della comunità europea per favorire il trasferimento d'impresa
- [www.studiocentro.com/veneto](http://www.studiocentro.com/veneto): Società di consulenza fondata nel 1968, ha iniziato ad occuparsi del Passaggio Generazionale a partire dagli anni ottanta.
- [www.sviluppoimpresa.com/percorsi/family/index.html](http://www.sviluppoimpresa.com/percorsi/family/index.html): Si trovano informazioni, strumenti di autodiagnosi sul problema della transizione generazionale nelle imprese familiari.
- [www.ust.it/servizi/caaf/doc/success\\_in%20pi%f9.htm](http://www.ust.it/servizi/caaf/doc/success_in%20pi%f9.htm): è una pagina del sito della Cisl di Como che fa un "promemoria per l'erede".



**dr Gimede Gigante**

**Dottorando di Ricerca in Banca e Finanza  
Università degli Studi di Roma Tor Vergata**

**Contatti:**

**[gimede.gigante@alumnibocconi.it](mailto:gimede.gigante@alumnibocconi.it)**