

# Le holding dei gruppi italiani a controllo familiare

*Ricerca svolta dalla Cattedra AIdAF-Alberto Falck di Strategia delle aziende familiari dell'Università Bocconi con il sostegno di Ernst & Young*

*Executive summary  
Maggio 2012*

## Oggetto ed obiettivo della ricerca

Il presente lavoro è la prima ricerca, a livello nazionale e internazionale, che ha svolto un'analisi quantitativa su un ampio campione di società holding dei gruppi a controllo familiare. L'obiettivo della ricerca consiste nell'identificare ed analizzare le caratteristiche di tali società e le strutture dei gruppi italiani di medie e grandi dimensioni a controllo familiare.

La popolazione indagata è rappresentata da tutte le aziende familiari italiane che nell'esercizio 2009 hanno superato la soglia di fatturato dei 50 milioni di euro. E' stato utilizzato il database dell'Osservatorio AUB sostenuto da AIdAF, Unicredit, Università Bocconi e Camera di Commercio Milano. E' stata poi svolta un'analisi più approfondita su tutti i 49 gruppi industriali di maggiori dimensioni, cioè con un fatturato superiore ad 1 miliardo di euro. Infine, sono stati intervistati i rappresentanti degli organi di governo di alcuni gruppi di maggiori dimensioni.

## 1. Le holding dei gruppi italiani di medie e grandi dimensioni

### 1.1 La diffusione delle holding: le dimensioni e i settori contano

Delle 2.423 aziende familiari incluse nell'osservatorio AUB, il 38% circa (921 società) sono controllate da una holding di partecipazioni industriali.<sup>1</sup> **Il numero delle imprese che sono controllate da una holding è aumentato nel corso dell'ultimo decennio dal 32% al 38%.**

Le variabili che incidono maggiormente sulla diffusione delle holding sono la dimensione del gruppo (le holding sono più diffuse al crescere della dimensione dei gruppi) e il settore di attività (le holding sono più diffuse nei gruppi manifatturieri). La longevità aziendale,<sup>2</sup> che può determinare una naturale deriva generazionale nell'ambito della compagine familiare proprietaria, ha un qualche impatto sulla diffusione delle holding solo a partire dai 50 anni di vita dell'azienda. Queste evidenze sembrano indicare che la **creazione di una holding è una scelta legata alla strategia aziendale e alle convinzioni dei leader familiari.**

---

<sup>1</sup> La holding di partecipazioni industriali è una persona giuridica che controlla una società, cioè che possiede una percentuale di azioni (i) superiore al 50% in società non quotate, o (ii) superiore al 25% in società quotate. D'ora in avanti, per semplicità, verrà chiamata "holding".

<sup>2</sup> I dati potrebbero essere in qualche caso sottostimati perché la data di costituzione della società (fonte: Aida) potrebbe essere più recente dell'effettivo anno di nascita dell'azienda.

## 1.2 Le holding: tante e diverse tra loro

Nel lavoro sono stati identificati tipi di holding con caratteristiche diverse tra loro:

- **Holding patrimoniali:** sono società che esercitano funzioni alquanto ridotte. La società si limita infatti ad acquistare e vendere partecipazioni in una o più imprese controllate. Sono tipicamente società “cassaforte” in cui convergono gli interessi patrimoniali della famiglia. Circa il 90% delle holding patrimoniali non ha dipendenti e la quasi totalità ha meno di 5 dipendenti;
- **Holding finanziarie:** sono società dotate di strutture proprie che condizionano l’attività di investimento e di finanziamento delle aziende controllate e che offrono loro alcuni servizi. Tipicamente, il vertice del gruppo attribuisce alle singole aziende obiettivi di carattere reddituale e finanziario, che vengono poi utilizzati a fine periodo per valutare i risultati da queste conseguiti. Quasi il 75% delle holding finanziarie al vertice del gruppo ha più di 5 dipendenti;
- **Holding di partecipazione:** sono società che si pongono solitamente ad un livello intermedio nelle strutture societarie tra le holding patrimoniali e le holding finanziarie o alternativamente tra le holding finanziarie ed industriali. Sono società che non svolgono una vera e propria attività e che si limitano a detenere partecipazioni finanziarie in altre società del gruppo;
- **Holding industriali:** sono le società capogruppo industriali che svolgono un’attività imprenditoriale e di indirizzo strategico nei confronti di tutte le società del gruppo attraverso strutture di pianificazione strategica e di controllo accentrate. Le aziende appartenenti al gruppo sono considerate come parti di un’unica entità economica e, di conseguenza, la holding industriale svolge numerose attività a livello centralizzato con l’intento di creare un comportamento coordinato e di realizzare sinergie di gruppo. Tali società utilizzano strumenti volti a facilitare una gestione efficace delle interdipendenze esistenti fra le aziende del gruppo. In alcuni casi, svolgono anche direttamente un’attività industriale.

Tale classificazione<sup>3</sup> mette in luce come con il termine di “holding” si indicano in genere aziende molto diverse tra loro. Alcune holding si limitano a possedere pacchetti azionari, altre svolgono invece specifiche attività industriali a servizio del gruppo. **Come abbiamo evidenziato, l’ampiezza delle attività svolte ha un forte impatto sulla dimensione aziendale della società holding.**

## 1.3 Le strutture di controllo dei gruppi sono, in moltissimi casi, semplici

Le strutture di controllo dei gruppi familiari italiani – analizzate attraverso i livelli e il numero di società che si frappongono tra la famiglia proprietaria e le società a capo dei vari settori di attività (i.e. società caposettore) – sono relativamente semplici: **circa tre gruppi su quattro si caratterizzano per la presenza di un unico livello societario nelle strutture di controllo.** La maggioranza (57,1%) dei gruppi analizzati è peraltro controllata dalla famiglia attraverso una holding patrimoniale (la forma più semplice di holding), mentre è meno diffuso l’utilizzo di una holding finanziaria (17,2%).

---

<sup>3</sup> Ai fini del presente lavoro non sono state considerate le società fiduciarie e le holding di ramo nelle strutture di vertice.

L'analisi dei gruppi evidenzia dunque come **il fenomeno della leva azionaria sia abbastanza contenuto: solo il 3,2% dei gruppi ha tre o più livelli societari** tra la famiglia e la società caposettore. Inoltre, come lecito attendersi, la diffusione dei gruppi complessi – con tre o più livelli societari – risulta legata alla maggiore dimensione e longevità aziendale.

#### **1.4 I gruppi hanno una buona performance**

Le società controllate da una holding **hanno una redditività maggiore** (misurata in termini di ROE) e una maggiore capacità di rimborso del debito (misurata in termini di PFN/EBITDA) **rispetto alle società controllate direttamente da persone fisiche**. Tali risultati sembrano indicare che **la costituzione di una holding a capo delle attività del gruppo crea valore nella gestione del business** (o dei business) rispetto ai casi in cui il controllo è detenuto da persone fisiche.

A fronte di tali vantaggi, queste società hanno registrato una crescita del fatturato inferiore nel periodo considerato (2007-2009). Un minor tasso di crescita è spiegabile dalla maggiore dimensione aziendale e dalla presenza in settori (come il manifatturiero) che hanno risentito maggiormente della crisi nel periodo considerato.

#### **1.5 Il vantaggio di strutture più semplici**

Le strutture di controllo semplici – cioè aventi un solo livello societario tra la famiglia e le società caposettore – sembrano più efficienti rispetto a strutture più articolate. Le strutture di gruppo semplici presentano infatti una maggiore redditività (ROI e ROE) e un minore costo del debito rispetto a gruppi più articolati.

Questo indica che **occorre prestare particolare attenzione ai costi legati alla complessità delle strutture societarie al vertice dei gruppi**. Le strutture più semplici presentano, infatti, una catena di comando più trasparente e riducono la possibilità che nei gruppi si nascondano delle inefficienze a causa della minore pressione competitiva che deriva dal non essere a diretto contatto con il mercato.

Inoltre, se si analizzano le strutture di controllo con un solo livello societario, osserviamo che sono i gruppi controllati dalle holding più semplici (patrimoniali) a conseguire una redditività più elevata, in termini di ROE e di ROI, e a mostrare una maggiore capacità di rimborso del debito (misurata come PFN/EBITDA). Dunque, i gruppi più efficienti sono quelli in cui, oltre ad una catena di controllo più corta e trasparente, la holding svolge un'attività limitata, senza aggravii di costi e duplicazioni di strutture spesso già presenti nelle società controllate.

#### **1.6 La forma giuridica delle società al vertice**

Le società al vertice dei gruppi sono nella maggioranza dei casi (42%) società per azioni, **ma anche le società a responsabilità limitata sono particolarmente diffuse** (34%). Le società in accomandita per azioni (4%) e le società di persone (5%) hanno invece una presenza molto limitata, e sono tipiche di strutture di gruppo con una maggiore articolazione.

Un numero relativamente significativo di società al vertice è tuttora localizzato in paesi esteri (13%), tuttavia – come emerso anche dalle interviste – non sono rari i casi di gruppi che hanno deciso negli ultimi anni di riportare in Italia le holding o le sub-holding localizzate all'estero.

## 2. Le holding dei gruppi di maggiori dimensioni<sup>4</sup>

### 2.1 Le holding: principalmente monobusiness e più complesse

I 49 gruppi industriali di maggiori dimensioni sono prevalentemente localizzati nel nord del paese (nell'80% dei casi circa). Tali gruppi sono nella maggioranza dei casi monobusiness (57%), mentre sono rari i casi di gruppi che operano in tre (6%) o quattro (8%) business<sup>5</sup>. **Le holding sono dunque costituite principalmente per controllare le società del gruppo, e non per favorire l'ingresso in nuovi business.**

I gruppi di maggiori dimensioni **sono caratterizzati inoltre, come lecito attendersi, da strutture di controllo più complesse e articolate.** Le strutture di controllo con 3 o più livelli societari hanno infatti una rilevanza maggiore nei gruppi di maggiori dimensioni rispetto all'intera popolazione di medie e grandi aziende familiari (il 14,3% vs 3,2%). Se da una parte questo dato evidenzia come il fenomeno della leva azionaria assuma maggior rilievo nei gruppi di maggiori dimensioni, dall'altra indica come anche tra i maggiori gruppi familiari italiani il ricorso a strutture piramidali non sia molto diffuso.

### 2.2 Le holding cambiano e si semplificano

Le holding a capo dei gruppi di maggiori dimensioni stanno riducendo le attività svolte: **dal 2006 al 2010, le holding hanno più che dimezzato i ricavi e i dipendenti.** Al contempo, cinque gruppi **hanno accorciato la catena di controllo che va dalla famiglia proprietaria alle società operative.**<sup>6</sup> Tali risultati indicano la volontà sia di ridurre i costi delle strutture di vertice eliminando duplicazioni, sia di delegare alle società caposettore alcune attività precedentemente accentrate presso la holding.

L'analisi delle strutture di gruppo ha evidenziato anche che, nel periodo considerato, due gruppi hanno riportato le holding di controllo all'interno dei confini nazionali.<sup>7</sup> Infine, sempre nello stesso periodo, tre gruppi hanno costituito una holding a capo delle attività del gruppo (in un caso si tratta di una società di nuova costituzione e in due casi l'operazione è stata realizzata attraverso lo scorporo delle attività operative dalla società holding).<sup>8</sup>

---

<sup>4</sup> Sono stati considerati i 49 gruppi industriali a controllo familiare controllati da una holding con ricavi delle vendite superiori ad 1 miliardo di euro nell'esercizio 2009. Altri 4 gruppi con fatturato superiore ad 1 mld di € sono stati esclusi dalla presente analisi: tre gruppi perché non controllati da una holding e il quarto per mancanza di informazioni sulla holding con sede all'estero.

<sup>5</sup> Nella popolazione delle medie e grandi aziende familiari dell'Osservatorio AUB la percentuale di aziende monobusiness (59%) è in linea con quella rilevata nei gruppi di maggiori dimensioni.

<sup>6</sup> Si tratta, in particolare, di Campari (fusione tra Fincorus e Fineos), Ferrero (fusione della Pietro Ferrero & C. Sapa nella Pietro Ferrero Spa), Exor (fusione tra IFI ed IFIL), Immsi (fusione di Omniapartecipazioni in Omniainvest) ed Erg (che si è fusa con la sub-holding industriale Erg Power & Gas).

<sup>7</sup> Si tratta del Gruppo Calzedonia (controllato nel 2006 dalla holding lussemburghese Calzedonia Finanziaria S.A. e nel 2007 da Calzedonia Holding S.p.A.) e del gruppo Bennet (nel 2010 la Bennet Holding S.p.a. è subentrata alla holding lussemburghese Bennet Holding S.A. nel controllo del gruppo).

<sup>8</sup> Il gruppo Mapei ha costituito la holding di controllo (Emme Esse Vi) nel 2007, mentre De Longhi e Cremonini hanno scorporato le attività operative del gruppo diventando delle vere e proprie holding finanziarie.

### 2.3 I gruppi rimangono complessi

I grandi gruppi presentano una struttura piuttosto articolata anche al di sotto delle società caposettore: in circa il 30% dei gruppi, la holding controlla società posizionate su 5 o più livelli societari.

Inoltre, nel quinquennio 2006-2010 non sembra essere avvenuta alcuna semplificazione nelle strutture di gruppo a valle della società caposettore: se il numero medio di livelli societari è rimasto stabile (4 livelli circa), il numero medio di società controllate da parte dei gruppi è invece aumentato di circa 20 unità.<sup>9</sup>

Tali dati sembrano indicare che **la competizione e l'internazionalizzazione** (tre società controllate su quattro hanno sede all'estero nei gruppi con 5 o più livelli societari) **spingono verso una maggiore complessità della struttura di gruppo più direttamente collegata al business.**

### 2.4 I modelli di leadership

L'analisi dei modelli di governo mostra come **la maggior parte delle holding di maggiori dimensioni sia guidata da un unico leader al vertice (73,5%)**, anche se in un cospicuo numero di casi la leadership è affidata a due (16,3%) o più (10,2%) amministratori delegati aventi compiti e responsabilità di simile ampiezza. Nei modelli di leadership individuale **la figura prevalente è quella dell'amministratore delegato (47% dei casi)**, ma è abbastanza diffusa anche la figura del presidente esecutivo (20,4%). Inoltre, in un terzo delle società la carica di presidente è ricoperta dall'amministratore delegato (o uno degli amministratori delegati).

Il quadro è simile nelle società caposettore, dove la diffusione della leadership individuale è sostanzialmente in linea con quella riscontrata nelle holding (69,5%). Tuttavia, in questo caso risulta predominante la figura dell'amministratore delegato (57,6%), a scapito di una minore presenza del presidente esecutivo (7,6%). Tale differenza è probabilmente da ricondurre alla **presenza ancora attiva di numerosi membri della prima generazione**: il fondatore dell'azienda è infatti spesso il leader aziendale<sup>10</sup> della holding (25%), ed in un maggior numero di casi è il suo presidente (50%).

Infine, **se nelle holding le leve del comando sono saldamente nelle mani della famiglia proprietaria** (il leader è in circa tre quarti dei casi un membro della famiglia), **nelle società caposettore si verifica una maggiore apertura verso manager non familiari.** Restringendo il campo ai soli modelli di leadership individuale, infatti, la proporzione tra leader familiari e non familiari alla guida delle società caposettore si inverte: solamente un leader su quattro appartiene alla famiglia proprietaria.

### 2.5 Troppa concentrazione della leadership?

Nelle holding a capo dei gruppi di maggiori dimensioni, **il leader aziendale è spesso anche il leader (14,0%) o uno dei leader (24,7%) delle società caposettore** oppure, più di frequente, **un membro del consiglio di amministrazione (33,3%).** Inoltre, i leader familiari delle holding<sup>11</sup>

---

<sup>9</sup> Il numero medio di società controllate nel 2010 è pari a 79.

<sup>10</sup> In questo caso si fa riferimento alla leadership individuale, escludendo i casi in cui vi è più di un AD.

<sup>11</sup> Qui si considerano il leader o uno dei leader in caso di leadership collegiale. Nei casi di leadership collegiale la familiarità è stata definita come appartenenza alla famiglia proprietaria di almeno uno degli AD del team.

hanno una maggiore probabilità rispetto ai leader non familiari di essere i leader anche nelle società caposettore (46% vs 17%), mentre i leader non familiari tendono solitamente a ricoprire il ruolo di consiglieri nelle società caposettore (54%).

Tali dati mostrano come **in molti casi esista una forte concentrazione della leadership in capo a esponenti della famiglia proprietaria** (o in misura molto inferiore a manager di fiducia), che ricoprono il ruolo di leader nella holding e nella società caposettore. Se si sommano anche i casi in cui, pur essendo persone distinte, i leader delle holding e delle società caposettore sono membri della stessa famiglia, si scopre come spesso la leadership ad entrambi i livelli sia saldamente nelle mani della famiglia proprietaria.

## **2.6 La composizione dei CdA: strumento per il controllo o scarsa autonomia decisionale?**

Il controllo della holding sulle società caposettore avviene solitamente attraverso la **presenza di membri della famiglia** o di **manager di fiducia** nei consigli di amministrazione delle società controllate. In un significativo numero di casi (60%) si è riscontrato infatti come almeno un terzo dei consiglieri delle società caposettore <sup>12</sup> sia rappresentato da consiglieri della holding. La partecipazione al CdA delle società caposettore da parte dei consiglieri della holding rappresenta **lo strumento più semplice per dare seguito alle direttive decise dalla holding**. Tuttavia, quando oltre la metà dei consiglieri del CdA della società caposettore è rappresentato da consiglieri della holding (il 39% dei casi circa) possono sorgere alcuni problemi. In particolare, può verificarsi il rischio di una perdita di autonomia del CdA della caposettore e, in alcuni casi, può anche verificarsi la non piena valorizzazione del patrimonio di competenze e relazioni apportate dai manager esterni al gruppo.

## **2.7 Le performance dei gruppi di maggiori dimensioni**

I gruppi di maggiori dimensioni **hanno una performance migliore sia rispetto alla media dei gruppi familiari controllati da una holding sia rispetto ai gruppi controllati direttamente da persone fisiche**. I risultati dell'analisi indicano infatti come i gruppi di maggiori dimensioni siano cresciuti di più e abbiano registrato una redditività del capitale netto più elevata nel triennio 2007-2009.<sup>13</sup> Inoltre, anche sul fronte patrimoniale, i gruppi di maggiori dimensioni mostrano un rapporto di indebitamento (Totale Attivo/Patrimonio Netto) inferiore del 40% circa rispetto alla media (dei gruppi controllati da una holding) e una maggiore capacità di rimborso del debito (del 43% circa, misurata in termini di PFN/EBITDA). Tra i gruppi di maggiori dimensioni, sono quelli che hanno almeno una società quotata all'interno del gruppo<sup>14</sup> ad avere redditività più elevate ed una struttura patrimoniale molto più solida.

Se si analizzano poi le performance delle holding di maggiori dimensioni in base all'appartenenza alla famiglia proprietaria del leader aziendale, emerge come **i leader non familiari abbiano affrontato meglio la recente crisi finanziaria in termini di crescita** rispetto ai leader

---

<sup>12</sup> Calcolato come il rapporto tra il numero di consiglieri della società caposettore comuni alla holding e il numero complessivo di consiglieri di ciascuna società caposettore.

<sup>13</sup> I gruppi di maggiori dimensioni hanno conseguito nel 2009 una redditività del capitale netto pari al 5,8%, contro il 4,5% dei gruppi controllati da persone fisiche e il 4,0% dei gruppi controllati da una holding.

<sup>14</sup> La holding o una delle società caposettore.

familiari (-1,5% vs -11,0% nel 2009), mentre il minor uso della leva finanziaria<sup>15</sup> da parte dei manager non familiari non sembra tradursi in un gap di redditività del capitale proprio.

### 3. I risultati delle interviste

Dalle interviste svolte con i rappresentanti di sei dei 49 gruppi familiari italiani di maggiori dimensioni, che rivestono particolare interesse per la storia e il peso ricoperto nel sistema economico italiano, sono emersi i seguenti temi di interesse:

- l'evoluzione della struttura di gruppo: i vertici delle holding indicano un trend verso la semplificazione del gruppo (mediante l'eliminazione di alcune sub-holding intermedie) volta a recuperare una maggiore efficienza gestionale e a ridurre il tempo necessario per ricevere i dividendi delle controllate;
- l'attività di controllo e di coordinamento esercitata dalla proprietà: la famiglia proprietaria e la holding possono controllare e coordinare le società partecipate attraverso: *i*) la presenza dei familiari o di manager della holding negli organi di governo delle società partecipate; *ii*) la formazione di comitati infragruppo composti da manager della holding e delle subholding con l'obiettivo di definire e approvare il piano strategico delle società partecipate; *iii*) incontri periodici dei vertici della holding con i manager delle società partecipate al fine di valutare i risultati di periodo di tali società;
- le attività e le funzioni svolte dalla holding: la holding svolge un insieme di attività e di funzioni tipiche (es: nomina dei membri del CdA delle controllate) o previste dalla legge (es: redazione bilancio consolidato civile e fiscale), ma può presidiare anche altre attività o funzioni aziendali (finanza, pianificazione strategica, controllo direzionale, ecc). Ad esempio, in una delle holding intervistate è emerso come la famiglia proprietaria preferisca avere un responsabile interno per l'attività di comunicazione aziendale, mentre in un altro caso la scelta è stata quella di affidarsi a consulenti esterni quale alternativa all'aver una funzionale aziendale interna dedicata;
- il livello di autonomia strategico delle società controllate: dalle interviste è emerso come il livello di autonomia delle società controllate è maggiore se:
  - i. la società è quotata o ha azionisti di minoranza;
  - ii. la società opera in un business lontano da quello originario e conosciuto dalla capogruppo;
  - iii. la società deve o può essere ceduta in un futuro prossimo;
  - iv. nessun familiare o socio di riferimento ha un forte interesse o competenza a gestirla;
  - v. la società realizza una grande quota del fatturato di gruppo;
  - vi. il gruppo opera in numerosi settori molto diversi tra loro;
  - vii. la performance della società è molto elevata o soddisfacente;
  - viii. la holding detiene una quota minoritaria del capitale della controllata.

---

<sup>15</sup> Misurato anche in questo caso come rapporto d'indebitamento.

## Considerazioni finali

Una delle evidenze principali che emerge dal presente rapporto è la non elevata diffusione delle holding nei gruppi a controllo familiare, soprattutto in quelli di maggiori dimensioni. Nonostante il fenomeno sia in aumento nel decennio appena trascorso, circa il 40% dei gruppi più grandi (cioè quelli con fatturato superiore a 250 milioni di euro) non hanno ancora una holding a capo del gruppo.

Tale risultato è ancora più sorprendente se si considera che le holding a capo delle medie e grandi aziende familiari italiane hanno dimostrato di potere creare valore. Considerando il difficile contesto competitivo degli ultimi anni, i risultati della ricerca indicano che le holding assumono un ruolo crescente e sempre più importante nel rendere efficiente e armonico il rapporto tra strategia, proprietà e controllo del gruppo. La holding si configura cioè come uno strumento per garantire un allineamento di interessi tra famiglia e impresa, e può risultare estremamente utile qualora la famiglia proprietaria si trovi ad affrontare il fenomeno ineludibile della deriva generazionale, richiedendo un adeguamento della struttura societaria per gestire la maggiore “complessità sociale”.

In sintesi, la holding può essere il luogo ideale dove far convergere gli interessi della famiglia proprietaria ed esprimere un indirizzo unitario in relazione alle decisioni di investimento che la famiglia è chiamata a prendere in veste di azionista. Tale strumento permette di separare il luogo dove vengono esercitati i diritti di proprietà da quello in cui vengono prese le decisioni più strettamente collegate al business (o i business) in cui opera il gruppo. Si ritiene dunque che la costituzione di una holding sia uno strumento che possa aumentare l’efficienza dei gruppi familiari e debba trovare una maggiore diffusione nel Paese, a condizione che tale società assuma un ruolo ben definito e produca benefici superiori ai costi connessi al suo funzionamento.