

L'impronta familiare nel successo aziendale

Prospettive globali sulle imprese familiari quotate



A proposito di Cornèr Banca

Il Gruppo Cornèr è un gruppo bancario svizzero, privato e indipendente, che offre servizi di banca universale ed è stato fondato nel 1952 a Lugano, la terza piazza finanziaria più importante delle Confederazione Elvetica, dopo Zurigo e Ginevra. I servizi e i prodotti destinati alla Clientela coprono l'intera gamma dell'offerta bancaria tradizionale, con una specializzazione più specifica nei settori del Private Banking, del finanziamento, delle carte di pagamento Visa, Mastercard e Diners Club (Cornèrcard) e del trading online (Cornèrtrader), attività sulle quali poggia lo sviluppo del Gruppo Cornèr. Il Gruppo Cornèr è composto dalla casa madre Cornèr Banca SA di Lugano, dalle quattro succursali di Chiasso, Ginevra, Locarno, Zurigo e BonusCard, dalle affiliate Cornèr Bank (Overseas) Limited, Cornèr Europe SA e Finpromotion.

Laura Bolis

Head of Investment Strategies, Cornèr Banca

Gaetano Graziani

Lead Portfolio Manager, Family Business Team, Cornèr Banca

Luca Tarquini

Portfolio Manager, Family Business Team, Cornèr Banca

A proposito del Centre for Family Entrepreneurship and Ownership (CeFEO) della Jönköping International Business School (JIBS)

Il Centre for Family Entrepreneurship and Ownership (CeFEO) della Jönköping International Business School (JIBS) in Svezia è un centro di ricerca di importanza mondiale nel campo degli studi sulle imprese familiari e sulla proprietà. Diversi studi e rapporti hanno costantemente identificato CeFEO come il principale ambiente di ricerca in Europa e tra i primi tre ambienti a livello globale negli studi sulla proprietà e sulle imprese familiari. Sin dalla sua fondazione, CeFEO ha seguito l'idea guida di unire «eccellenza accademica e rilevanza pratica». Questa missione significa combinare una rigorosa ricerca accademica a livello internazionale, con la creazione e la diffusione di conoscenze rilevanti dal punto di vista pratico per le aziende, le organizzazioni e i singoli stakeholder interessati alle questioni relative alle proprietà e alle aziende familiari.

Massimo Bau

Senior Associate Professor and Centre Director

Daniel Pittino

Professor, Associate Dean of Research JIBS

Josh Wei-Jun Hsueh

Assistant Professor, Head of Research CeFEO

Indice

07 Prefazione

09 Introduzione



11

Quadro delle aziende
a conduzione familiare



17

Studio empirico

- 17 **Metodologia**
- 18 **Top 100 aziende familiari**
- 22 **Confronto tra aziende familiari e non familiari**
 - 22 Redditività
 - 23 Rendimento dell'investimento
 - 24 Valutazione di mercato
 - 26 Volatilità
 - 27 Efficienza operativa
 - 30 Struttura del debito
 - 32 Performance ambientale, sociale e di governance (ESG)
- 36 **Sintesi della ricerca**



39

Aziende familiari vs. aziende gestite dal fondatore

- 39 **Intervista con il Center for Family Entrepreneurship and Ownership (CeFEO)**
- 43 **Intervista con Cornè Banca**



47

Conclusione

48 Bibliografia

Grafici e tabelle

- | | | | |
|----|---|----|---|
| 18 | Grafico 1 // Rendimento totale | 25 | Grafico 11 // Rapporto Prezzo / Flussi di cassa (P/FCF) |
| 18 | Grafico 2 // Distribuzione per aree geografiche | 26 | Grafico 12 // Volatilità (%) |
| 19 | Grafico 3 // Distribuzione per settori | 28 | Grafico 13 // Rapporto Ricavi totali / Attivi totali |
| 19 | Grafico 4 // Distribuzione per gruppi industriali | 28 | Grafico 14 // Tempo medio d'incasso dei crediti commerciali (in giorni) |
| 20 | Grafico 5 // Distribuzione per dimensione | 29 | Grafico 15 // Tempo medio di pagamento dei debiti commerciali (in giorni) |
| 20 | Tabella 1 // Principali 15 posizioni per capitalizzazione di mercato | 30 | Grafico 16 // Rapporto Debito netto / Margine operativo lordo (Net Debt/EBITDA) |
| 22 | Grafico 6 // Margine lordo (%) | 32 | Grafico 17 // Punteggio ESG |
| 23 | Grafico 7 // ROA (%) | 33 | Grafico 18 // Punteggio variabile ambientale |
| 24 | Grafico 8 // Rendimento del dividendo (%) | 34 | Grafico 19 // Rapporto Emissioni GHG / Ricavi |
| 24 | Grafico 9 // Rapporto Valore dell'impresa / Margine operativo (EV/EBIT) | 35 | Grafico 20 // Punteggio variabile sociale |
| 25 | Grafico 10 // Rapporto Prezzo / Patrimonio netto per azione (P/B) | 35 | Grafico 21 // Punteggio variabile governance |

Prefazione

Le società a conduzione familiare sono un tema che mi tocca molto da vicino. Ho l'onore di far parte di una famiglia che da ben tre generazioni guida e dirige una realtà bancaria di successo, capace di rinnovarsi ed evolvere rimanendo sempre fedele a sé stessa.

Il forte senso di identità e appartenenza che contraddistingue il Gruppo Cornèr è infatti il frutto della lunga tradizione familiare che incarna: anno dopo anno, continuiamo a trasmettere i valori di responsabilità sociale, autenticità imprenditoriale e lungimiranza strategica che contraddistinsero l'operato di mio nonno Vittorio, fondatore di Cornèr Banca nel 1952.

Sono proprio i forti legami generazionali a rendere uniche e vincenti le aziende familiari: l'esperienza passata viene tramandata con orgoglio e dedizione, guardando al futuro con fiducia. Il senso di continuità che ne deriva crea le condizioni ideali per un modello di sviluppo sostenibile e longevo, che si riflette non solo nelle politiche di investimento delle imprese, ma anche nell'approccio al rischio finanziario e nella gestione patrimoniale delle stesse. Non sorprende dunque che l'elemento distintivo delle aziende familiari sia una prospettiva strategica di stampo generazionale e non orientata al solo trimestre successivo.

Lo studio racchiuso in questa pubblicazione si propone di condurre un'analisi quantitativa approfondita sulle società a conduzione familiare quotate, esaminando in modo dettagliato le dinamiche finanziarie che le contraddistinguono. L'evidenza emersa suggerisce come tali peculiarità costituiscano le basi del loro valore imprenditoriale, permettendo alle aziende familiari di spiccare nel panorama d'investimento contemporaneo per longevità, solidità e gestione oculata delle risorse.

Vittorio Cornaro



Vittorio Cornaro
CEO, Cornèr Banca



Introduzione

Nello scenario in costante mutamento dei mercati finanziari, le aziende a conduzione familiare occupano una posizione particolare per le loro caratteristiche distintive e il loro fermo impegno verso obiettivi di lungo termine. Il rapporto presenta un'analisi approfondita di queste aziende, basata su un rigoroso esame delle Top 100 aziende familiari rispetto ad altre società influenti nel mercato azionario globale. L'obiettivo è quello di fare luce sulle caratteristiche esclusive delle aziende familiari e su come debbano essere considerate in un'ottica di investimento.

Le aziende familiari mostrano un forte impegno verso la crescita a lungo termine, come evidenziato dal costante aumento del valore dell'azienda e dall'enfasi sull'ottimizzazione dei rendimenti sugli investimenti. Tendono a utilizzare i capitali accumulati internamente, spesso nel corso di generazioni, per finanziare iniziative di crescita, mettendo così in risalto il loro impegno verso pratiche imprenditoriali sostenibili. Inoltre, eccellono per efficienza operativa, dando la priorità ad aspetti come l'ottimizzazione dei tassi di rotazione degli attivi e promuovendo rapporti solidi con gli stakeholder.

Tuttavia, a fronte di questi punti di forza finanziari e operativi, si trovano ad affrontare una serie di sfide sul mercato finanziario. In particolare, le aziende familiari, anche quando generano utili cospicui, spesso reinvestono una quota significativa dei loro utili in progetti di crescita a lungo termine, risultando in un minore rendimento dei dividendi per gli azionisti esterni. Di conseguenza, le aziende familiari sono spesso sottostimate agli occhi degli osservatori

esterni, come indicato da diversi parametri di valutazione.

Oltre alle metriche finanziarie, il rapporto analizza gli aspetti non finanziari delle aziende familiari, in particolare le loro performance secondo i criteri ambientali, sociali e di governance (ESG). Se, da un lato, sia le aziende familiari sia quelle non familiari mostrano complessivamente performance ESG positive, dall'altro, allocano le risorse in modo diverso tra le diverse aree ESG. Tendenzialmente, le aziende familiari danno la priorità agli aspetti ambientali, com'è dimostrato dal loro impegno a lungo termine in queste iniziative.

Il rapporto fornisce un quadro completo delle aziende familiari, presentandone le caratteristiche distintive, le sfide che si trovano a fronteggiare e le priorità di natura non finanziaria. Comprendere le dinamiche peculiari delle aziende familiari è fondamentale per poter prendere decisioni ben ponderate nel panorama finanziario e aziendale.



Le aziende familiari mostrano un forte impegno verso la crescita a lungo termine, come evidenziato dal costante aumento del valore dell'azienda e dall'enfasi sull'ottimizzazione dei rendimenti sugli investimenti.



Quadro delle aziende a conduzione familiare

Le aziende familiari sono imprese in cui membri della stessa famiglia o di un ristretto numero di famiglie esercitano il controllo tramite la proprietà, la governance e/o la gestione, con modalità sostenibili nel corso delle generazioni (Chua, Chrisman, & Sharma, 1999).

Secondo il Family Firm Institute (FFI), la principale organizzazione professionale dedicata allo studio, al supporto e alla promozione delle aziende familiari a livello globale, le attività a conduzione familiare svolgono un ruolo dominante nello scenario economico mondiale:

- Circa il 70-90% delle imprese globali sono controllate da famiglie. Questa statistica comprende sia piccole aziende e negozi gestiti da famiglie, sia grandi conglomerati.
- In molti paesi le attività familiari contribuiscono per oltre il 50% al prodotto interno lordo (PIL). Questo dato ne evidenzia la rilevanza quale elemento trainante delle attività economiche e nella generazione di valore.
- Le aziende familiari sono responsabili per una parte importante dell'occupazione mondiale. Soltanto negli Stati Uniti, alle aziende familiari è imputabile il 62% dell'occupazione totale, il che ne sottolinea il ruolo fondamentale nella creazione di posti di lavoro e nelle dinamiche del mercato del lavoro. Cifre simili si riscontrano anche nei paesi europei, con percentuali che vanno dal 40% al 70%.



Le aziende familiari coniugano spesso valori tradizionali con una visione strategica di lungo termine. La loro esclusiva struttura di governance, radicata nei legami familiari, ha implicazioni per le loro performance finanziarie, la loro propensione al rischio e le loro strategie di investimento.

Le aziende familiari coniugano spesso valori tradizionali con una visione strategica di lungo termine. La loro esclusiva struttura di governance, radicata nei legami familiari, ha implicazioni per le loro performance finanziarie, la loro propensione al rischio e le loro strategie di investimento.

Storicamente, le aziende familiari dimostrano maggiore resilienza nei periodi di recessione economica, probabilmente per il loro modello di business più orientato al lungo periodo e per il controllo più attento delle risorse (Miller, Le Breton-Miller, Lester, & Cannella, 2007). Tuttavia, a volte questa resilienza va a discapito dell'agilità o del desiderio di innovare, in particolare negli scenari in cui viene data eccessiva importanza alla preservazione dell'eredità familiare (Chrisman, Chua, & Litz, 2003).

Dal punto di vista degli investimenti, è essenziale comprendere le dinamiche delle aziende familiari. I loro processi decisionali, influenzati sia da obiettivi aziendali sia da considerazioni familiari, possono essere notevolmente diversi da quelli delle aziende non a conduzione familiare (Shleifer & Vishny, 1997). Inoltre, le aziende familiari tendono a essere più prudenti nelle loro politiche finanziarie, in quanto spesso contraggono meno debiti e mantengono una maggiore liquidità rispetto alle omologhe non familiari (Anderson & Reeb, 2003).

Tuttavia, tale prudenza presenta anche un rovescio della medaglia. Infatti, se per certi versi, le aziende familiari sono meno esposte a turbolenze finanziarie, per altri, possono farsi sfuggire opportunità potenzialmente ad alto rendimento, che richiedono finanziamenti o l'assunzione di rischi aggressivi (Gomez-Mejia, Larraza-Kintana, & Makri, 2003).

È importante precisare che le aziende familiari - benché spesso siano raggruppate

tutte sotto questo cappello - sono alquanto eterogenee per natura. Tale eterogeneità deriva da una serie di fattori come le dimensioni, il settore in cui operano, la fase generazionale, l'assetto proprietario, la posizione geografica e il contesto culturale.

Una dimensione fondamentale della differenziazione riguarda la struttura proprietaria e si riferisce alla distinzione tra aziende familiari private e aziende quotate. Questa distinzione si traduce in spiccate differenze nella governance, nell'approccio strategico, nelle dinamiche operative e nelle sfide affrontate.

In generale, le aziende familiari quotate, collocandosi sui mercati azionari pubblici, devono affrontare rigorose verifiche normative, che impongono maggiore trasparenza e conformità agli standard di governance. E, se da un lato, tale collocazione permette alle aziende un accesso più semplice a vaste risorse finanziarie provenienti dai mercati pubblici, dall'altro genera pressioni per soddisfare le aspettative immediate degli azionisti e le metriche di performance a breve termine (Villalonga & Amit, 2006).

Al contrario, le aziende familiari private dispongono della flessibilità necessaria per dare priorità alle strategie di lungo termine piuttosto che ai guadagni a breve termine, beneficiando spesso di processi decisionali più rapidi. Il loro ricorso a finanziamenti interni, a investitori privati o al debito è plasmato dalla tolleranza al rischio della famiglia (Chrisman, Chua, & Litz, 2004). Inoltre, essendo in mani private, possono essere più discrete riguardo alla pubblicazione delle informazioni, a differenza delle loro omologhe quotate, che per rispettare i regolamenti del mercato azionario devono divulgare alcuni dettagli (Bennedsen & Nielsen, 2010).





Le aziende familiari quotate presentano ancora alcune caratteristiche tipiche del controllo familiare, che assicurano loro dei potenziali vantaggi rispetto alle omologhe non familiari. Alcune caratteristiche distintive (Anderson, Duru & Reeb, 2009; Belghitar & Kahn, 2013; Block & Ulrich, 2023) sono le seguenti:

1. Orientamento a lungo termine con rendicontazione a breve termine

Spesso le aziende familiari riescono a bilanciare il proprio orientamento intrinseco al lungo periodo con i requisiti di rendicontazione a breve termine imposti dai mercati pubblici. Quest'interazione unica permette loro di focalizzarsi su una crescita sostenibile, pur garantendo un valore immediato per gli azionisti, offrendo un contrappeso all'approccio di breve termine prevalente in molte società quotate.

2. Maggiore fiducia degli investitori

Spesso il nome e la reputazione della famiglia sono legati all'azienda. Ciò può favorire una maggiore fiducia tra gli investitori, in quanto l'impegno della famiglia nell'azienda viene considerato come una garanzia degli sforzi sostenuti per proteggere e far crescere l'impresa, potenzialmente determinando una stabilità del prezzo delle azioni e talvolta anche un premio nelle valutazioni di mercato.

3. Processo decisionale efficace in contesti burocratici

Nonostante le sfide burocratiche poste dai mercati pubblici, l'influenza della famiglia può snellire i processi decisionali. La quota e l'influenza significativa della famiglia permettono un consenso e un allineamento più rapido, in particolare nei momenti critici, come fusioni o acquisizioni, rispetto alle aziende

multiproprietà non familiari quotate.

4. Resilienza durante le recessioni economiche

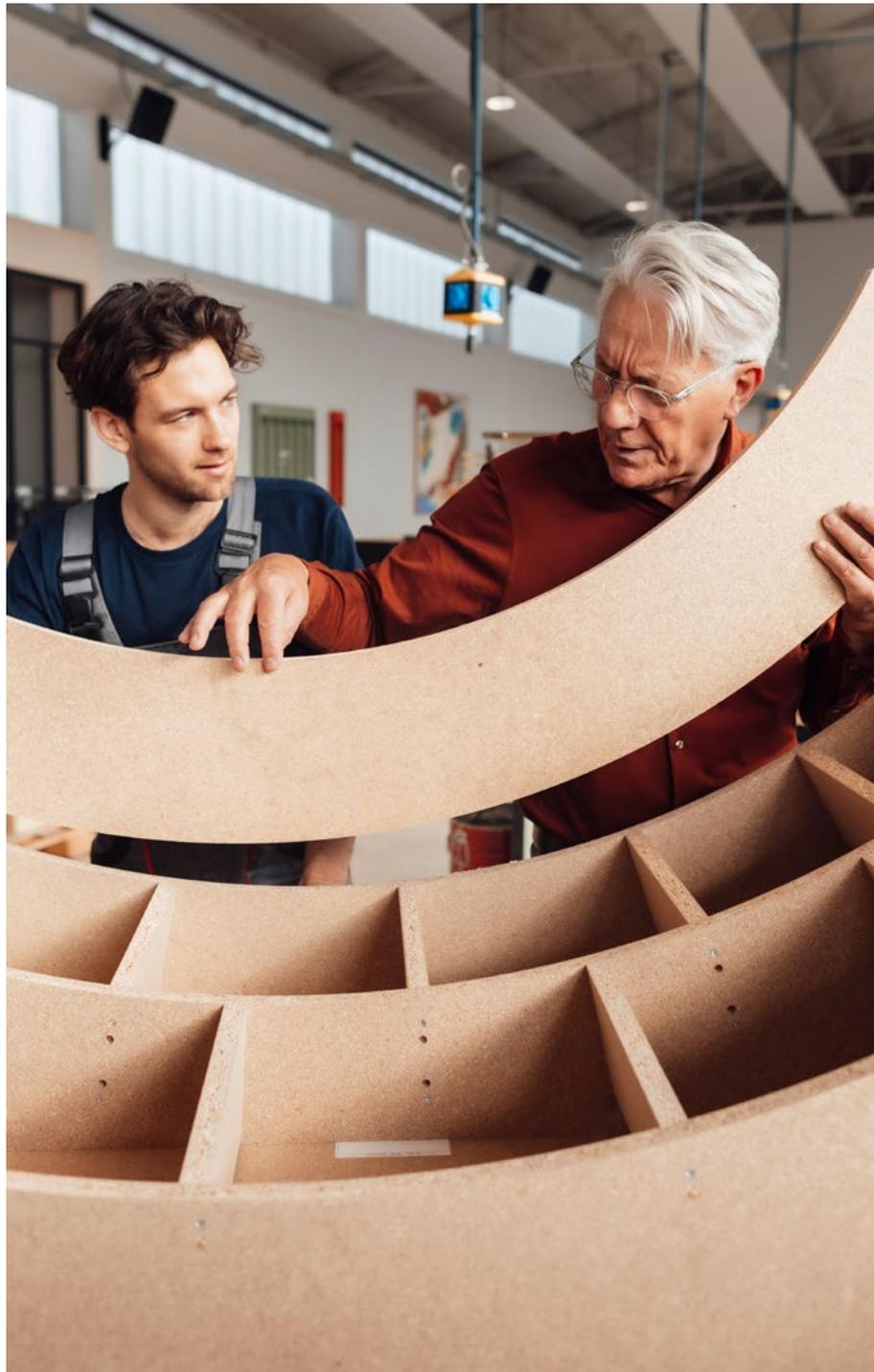
Durante i periodi di volatilità, la combinazione di impegno familiare e accesso al capitale pubblico può assicurare alle aziende familiari quotate una resilienza unica. Possono attingere alle risorse e alla coesione familiare per far fronte alle pressioni di mercato a breve termine utilizzando al contempo capitale pubblico per investimenti strategici e opportunità.

5. Riduzione dei costi di monitoraggio e allineamento degli interessi

La «naturale» convergenza tra proprietà e gestione nelle aziende familiari quotate può portare a una riduzione dei costi di monitoraggio dei comportamenti e un allineamento degli interessi (i cosiddetti «costi di agenzia»). Poiché spesso i membri della famiglia ricoprono ruoli dirigenziali importanti, vi è un naturale allineamento degli interessi con gli azionisti, che potenzialmente mitiga i conflitti che insorgono nelle aziende non familiari tra il management e i vari azionisti.

“

Durante i periodi di volatilità, la combinazione di impegno familiare e accesso al capitale pubblico può assicurare alle aziende familiari quotate una resilienza unica.





Studio empirico

Metodologia

In questo studio, Cornèr Banca e CeFEO analizzano le caratteristiche delle società familiari e conducono un confronto tra questo universo e quello più ampio delle aziende non familiari. Abbiamo selezionato le aziende a conduzione familiare esaminando i titoli dell'MSCI All Country World Index. Sulla base di questo indice, abbiamo identificato le aziende familiari valutando se la famiglia controllante esercita un'influenza significativa sull'azienda (European Commission, 2019), comprendente (1) proprietà a conduzione familiare: due o più membri della famiglia, titolari di almeno il 25 % dei diritti di voto della società e (2) coinvolgimento della famiglia nella governance e/o nel management dell'impresa: se l'azienda familiare è ancora alla prima generazione, almeno due membri della famiglia presenti nel Consiglio di Amministrazione e/o nel gruppo dirigenziale; se l'azienda familiare è alla seconda generazione o a una generazione successiva, almeno un membro della famiglia presente nel Consiglio di Amministrazione e/o nel gruppo dirigenziale.

Abbiamo esaminato i siti Internet e i rapporti annuali delle potenziali aziende familiari per stabilire se soddisfacevano i requisiti illustrati in precedenza. Inoltre, abbiamo escluso dal campione le aziende familiari che nell'ultimo biennio non avevano divulgato i propri ricavi più recenti. Infine, nel caso la famiglia controllante avesse in portafoglio più di una società, abbiamo considerato solamente l'azienda con i maggiori ricavi ed escluso le altre imprese sotto il controllo della medesima famiglia. La realtà risultante è stata ulteriormente vagliata osservando i dati ambientali, sociali e di governance (ESG) e la liquidità del mercato, compresa la capitalizzazione di mercato a flottante libero e la media del volume scambiato normalmente negli ultimi tre mesi. Infine, abbiamo esaminato se la società fosse stata valutata dalla divisione investimenti responsabile di Institutional Shareholder Services Inc. (ISS) e in che misura i suoi prodotti rientrassero nei settori del tabacco, del carbone termico, delle attrezzature militari, delle armi da fuoco a uso civile, del gioco d'azzardo e della pornografia.

Le aziende prive di informazioni per questi indicatori sono state escluse dal campione.

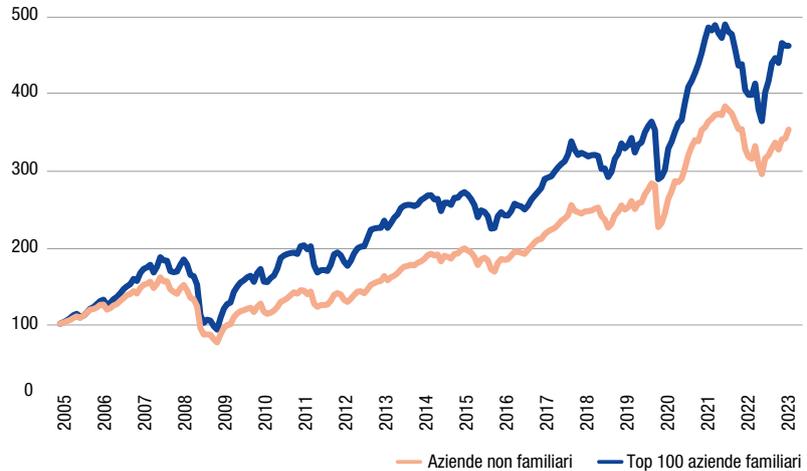
Per calcolare i pesi dell'indice, abbiamo corretto la capitalizzazione di mercato in modo da tenere conto delle emissioni di carbonio di ciascuna società. La divisione ESG di ISS valuta la capacità delle società di affrontare le sfide future legate al cambiamento climatico e di cogliere le opportunità derivanti dalla transizione verso un'economia a basse emissioni di carbonio. Questi dati sono stati usati per attribuire pesi maggiori ai leader climatici e pesi minori ai ritardatari climatici. Abbiamo quindi selezionato le maggiori 100 società in base alla loro capitalizzazione di mercato modificata, ponderandole in modo classico in funzione della loro capitalizzazione di mercato. I pesi delle singole posizioni sono limitati al 4,5%, mentre la quota dei mercati emergenti nel suo complesso è limitata al 20%. Le Top 100 aziende sono in seguito state confrontate con l'universo non familiare dell'MSCI All Country World Index.

Top 100 aziende familiari

In questo documento abbiamo analizzato diverse metriche delle aziende a conduzione familiare rispetto alle loro omologhe non familiari, al fine di stabilire quali sono i principali fattori trainanti delle loro migliori performance finanziarie. Su un orizzonte temporale di circa 18 anni, le nostre Top 100 aziende familiari hanno mostrato performance di mercato migliori (ovvero un maggiore rendimento dell'investimento totale, compresi redditi da capitale e dividendi) con una media di 130 punti base di sovraperformance all'anno rispetto a un ampio indice non familiare.

Le aziende a conduzione familiare presentano performance migliori in quanto danno priorità alla salvaguardia delle attività finanziarie e delle risorse intangibili della famiglia, come la sua reputazione nonché l'influenza all'interno dell'impresa. Di conseguenza, tendono ad essere più prudenti nel perseguire gli obiettivi finanziari rispetto alle loro omologhe non familiari (Gómez-Mejia et al., 2023) e nell'assumersi rischi. Ad esempio, quando le aziende familiari adottano una strategia di crescita, come la «corporate entrepreneurship», si focalizzano su progetti che rivitalizzano e innovano le idee originali di fondatori piuttosto che su quelle in linea con il modello di business iniziale (Cruz & Nordqvist, 2010).

Grafico 1 // Rendimento totale



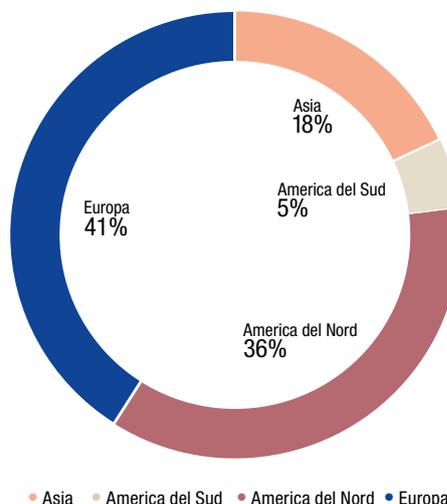
Il grafico sopra mostra la performance di 100 dollari se investiti negli universi indicati

Fonti: Elaborazione dati Cornèr Banca / CeFEO
Dati al 30.06.2023



Ad esempio, quando le aziende familiari adottando una strategia di crescita, come la «corporate entrepreneurship», si focalizzano su progetti che rivitalizzano e innovano le idee originali di fondatori piuttosto che su quelle in linea con il modello di business iniziale.

Figure 2 // Distribuzione per aree geografiche



Fonti: Elaborazione dati Cornèr Banca / CeFEO
Dati al 31.12.2022

L'universo Family 100 mostra un'inclinazione geografica verso l'Europa, con il 41% delle società aventi sede principalmente in Germania, Francia, Svizzera e Svezia. L'America del Nord costituisce il 36% del campione, con la maggior parte delle aziende familiari aventi sede negli Stati Uniti. Le aziende familiari asiatiche rappresentano il 18% del campione totale e sono concentrate in Cina, Giappone e India. L'America del Sud rappresenta l'ultimo 5%, con esposizioni in Brasile e Messico.

Osservando la distribuzione dei settori e dei gruppi industriali, in base alla classificazione Global Industry Classification Standards (GICS), gran parte delle Top 100 aziende familiari opera nel settore dei beni di consumo discrezionali e di prima necessità (44% dell'universo). Ciò rispecchia un universo orientato verso il consumatore.

Grafico 3 // Distribuzione per settori

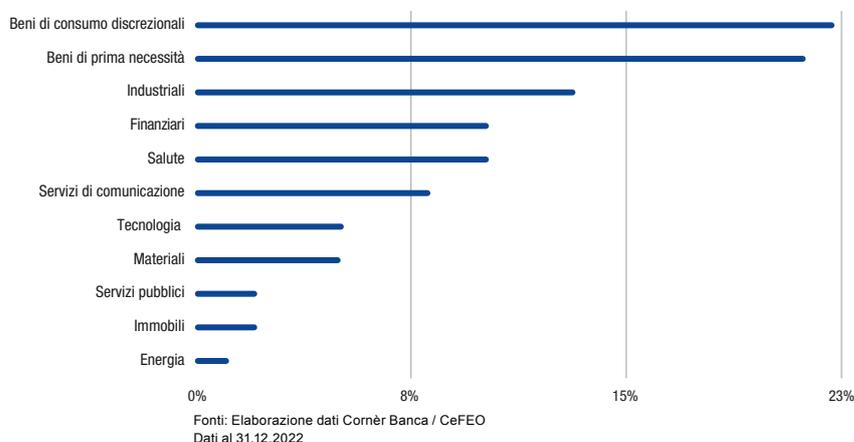


Grafico 4 // Distribuzione per gruppi industriali

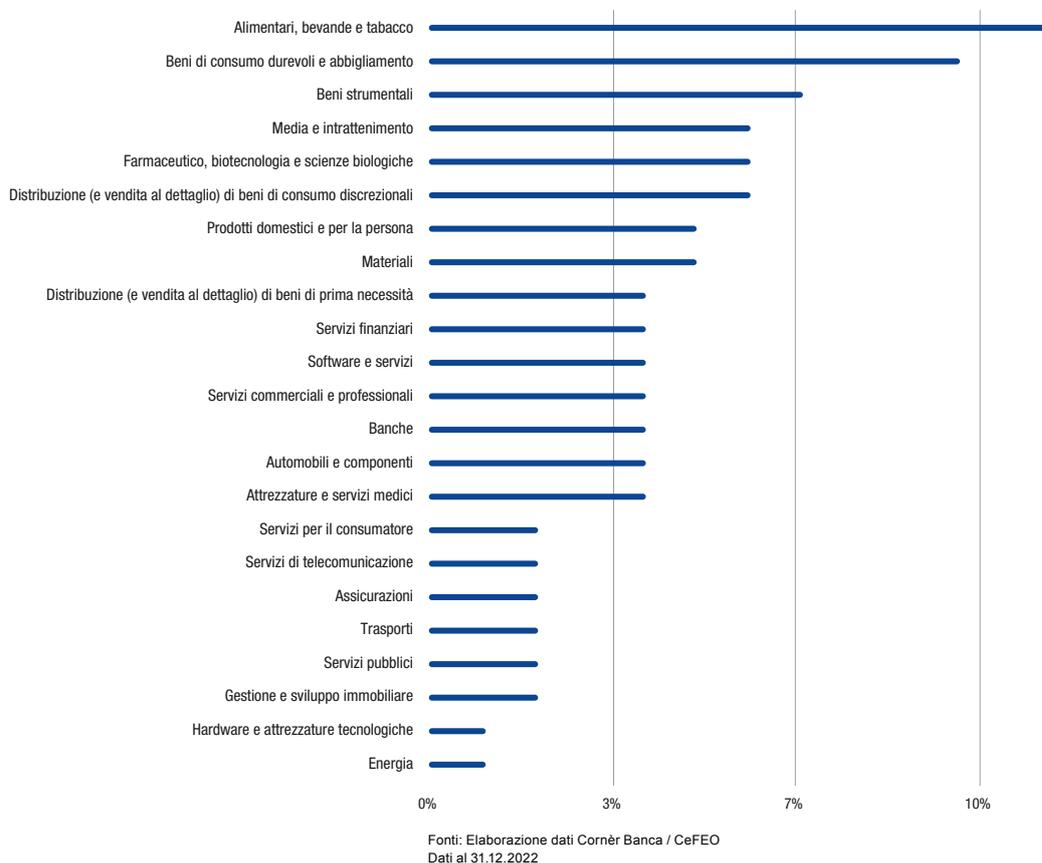
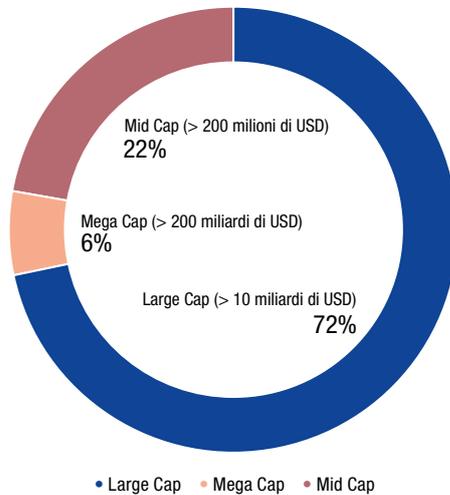


Grafico 5 // Distribuzione per dimensione



Gran parte (il 72%) delle top aziende familiari ha una capitalizzazione di mercato compresa tra 10 e 200 miliardi di USD, mentre solo il 6% di esse ha una capitalizzazione di mercato superiore a 200 miliardi di USD.

Fonti: Elaborazione dati Cornèr Banca / CeFEO
Dati al 31.12.2022

Tabella 1 // Principali 15 posizioni per capitalizzazione di mercato

Titolo	Paese	Settore	Gruppo industriale	Capitalizzazione di mercato (miliardi di USD)
Berkshire Hathaway Inc.	Stati Uniti	Finanziario	Servizi finanziari	745
LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton	Francia	Beni di consumo discrezionali	Beni di consumo durevoli e abbigliamento	473
Walmart Inc.	Stati Uniti	Beni di prima necessità	Distribuzione (e vendita al dettaglio) di beni di prima necessità	423
L'Oréal SA	Francia	Beni di prima necessità	Prodotti domestici e per la persona	250
Roche Holding AG	Svizzera	Salute	Farmaceutico, biotecnologia e scienze biologiche	250
Hermès International SCA	Francia	Beni di consumo discrezionali	Beni di consumo durevoli e abbigliamento	229
Reliance Industries Ltd.	India	Energia	Energia	210
Comcast Corp	Stati Uniti	Servizi di comunicazione	Media e intrattenimento	173
NIKE Inc.	Stati Uniti	Beni di consumo discrezionali	Beni di consumo durevoli e abbigliamento	170
Industria de Diseño Textil SA	Spagna	Beni di consumo discrezionali	Distribuzione (e vendita al dettaglio) di beni di consumo discrezionali	121
Anheuser-Busch InBev SA/NV	Belgio	Beni di prima necessità	Alimentari, bevande e tabacco	114
Cie Financière Richemont SA	Svizzera	Beni di consumo discrezionali	Beni di consumo durevoli e abbigliamento	97
Fast Retailing Co. Ltd.	Giappone	Beni di consumo discrezionali	Distribuzione (e vendita al dettaglio) di beni di consumo discrezionali	81
Bayerische Motoren Werke AG	Germania	Beni di consumo discrezionali	Automobili e componenti	81
Volkswagen AG	Germania	Beni di consumo discrezionali	Automobili e componenti	77

Fonti: Elaborazione dati Cornèr Banca / CeFEO
Dati al 30.06.2023



Confronto tra aziende familiari e non familiari

Forniamo un confronto dettagliato tra le Top 100 aziende familiari (abbreviato anche come AF 100) e le loro omologhe non familiari (abbreviato anche come Non AF), esaminando sette aspetti finanziari ed ESG: redditività, ritorni sugli investimenti, valutazione di mercato, volatilità, efficienza operativa, struttura del debito e dati ESG. Nello specifico, abbiamo condotto analisi statistiche della varianza (ANOVA) per verificare se esistano notevoli disparità in termini di performance di mercato e variabili ESG tra imprese familiari e non familiari.

Redditività

Come illustrato nella sezione precedente, una possibile spiegazione del maggiore rendimento di mercato delle Top 100 aziende familiari rispetto alle loro omologhe non familiari può essere attribuita alla loro redditività notevolmente maggiore. In particolare, abbiamo riscontrato che, in media, le aziende familiari hanno un margine lordo (ovvero, ricavi lordi meno il costo dei beni venduti) e un indice di redditività (ROA, ovvero utile netto diviso per gli attivi totali) più elevati rispetto alle aziende non familiari. Motivata da una prospettiva di lungo termine, che mira a tramandare l'azienda alle generazioni successive, la famiglia dà infatti priorità alla preservazione del modello di business. Ciò richiede un aumento dei ricavi abbinato a una gestione dei costi prudente (Belenzon et al., 2016). Migliorando costantemente il margine lordo, la generazione attuale ambisce

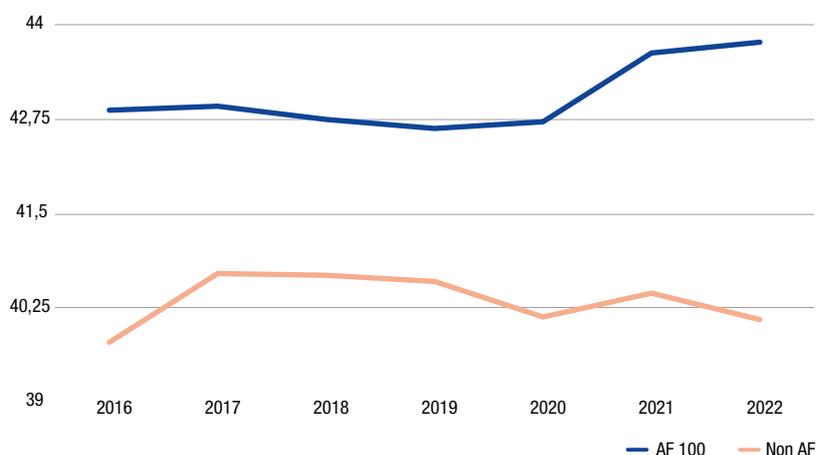
a trasmettere alla generazione successiva un'attività sostenibile, che i futuri membri della famiglia potranno poi utilizzare come base per fare crescere ulteriormente l'azienda.

Dato lo stretto legame tra il patrimonio della famiglia controllante e l'azienda, l'attenzione si concentra fortemente sul rendimento dell'investimento nell'azienda. Nel caso diminuisse, la generazione attuale potrebbe avere difficoltà a fare rimanere in azienda i membri della generazione successiva, che potrebbero invece preferire lavori esterni con migliori gratificazioni finanziarie (Richards et al., 2019). Di conseguenza, la famiglia controllante punta a ottenere migliori rendimenti sul proprio investimento e a conseguire efficacemente i risultati a cui mira, ad esempio massimizzando gli output delle innovazioni, minimizzando gli input (Duran et al., 2016).



Motivata da una prospettiva di lungo termine, che mira a tramandare l'azienda alle generazioni successive, la famiglia dà infatti priorità alla preservazione del modello di business.

Grafico 6 // Margine lordo (%)

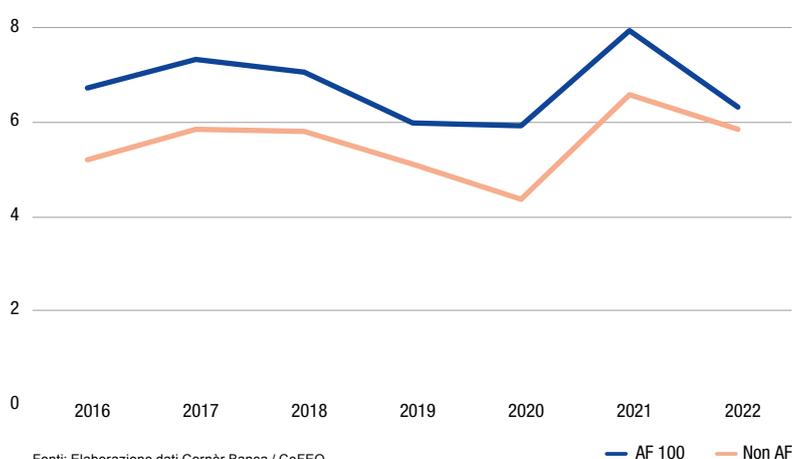


Fonti: Elaborazione dati Cornèr Banca / CeFEO
Dati al 31.12.2022

Inoltre, poiché tendenzialmente la famiglia controllante rimane titolare dell'azienda per decenni, spesso nel corso del tempo accumula capitali e risorse immateriali, come i rapporti di fiducia con fornitori e clienti, (Combs et al., 2023), la lealtà dei dipendenti (Reck et al., 2022) e il supporto delle comunità locali e dei governi (Zellweger & Nason, 2008). Queste risorse permettono alle aziende familiari di beneficiare di rapporti favorevoli con gli stakeholder che, a loro volta, favoriscono le transazioni commerciali (Chirico et al., 2021), determinando quindi rendimenti migliori rispetto alle aziende non familiari, che spesso si affidano a contratti commerciali fissi (Carney et al., 2015).

Pertanto, l'orientamento a lungo termine delle aziende familiari non solo le motiva a migliorare il modello di business per favorire la successione transgenerazionale, ad esempio mediante margini lordi e ROA, ma fornisce anche risorse preziose per agevolare l'operatività aziendale.

Grafico 7 // ROA (%)



Rendimento dell'investimento

Benché le aziende familiari abbiano un rendimento totale maggiore rispetto alle loro omologhe non familiari, abbiamo riscontrato che non distribuiscono tali profitti ai loro azionisti tanto quanto queste ultime. Nello specifico, in media, le Top 100 aziende familiari hanno un tasso di rendimento dei dividendi (ovvero, l'importo dei dividendi diviso il prezzo dell'azione) significativamente inferiore rispetto alle aziende non familiari del nostro campione. In altre parole, a parità di prezzo delle azioni, gli investitori ricevono dividendi annuali più bassi per i loro investimenti in un'azienda familiare rispetto a quelli che otterrebbero investendo in un'impresa non familiare. Ciò suggerisce che le aziende familiari sono meno propense a distribuire agli azionisti dividendi rispetto alle loro omologhe non familiari.

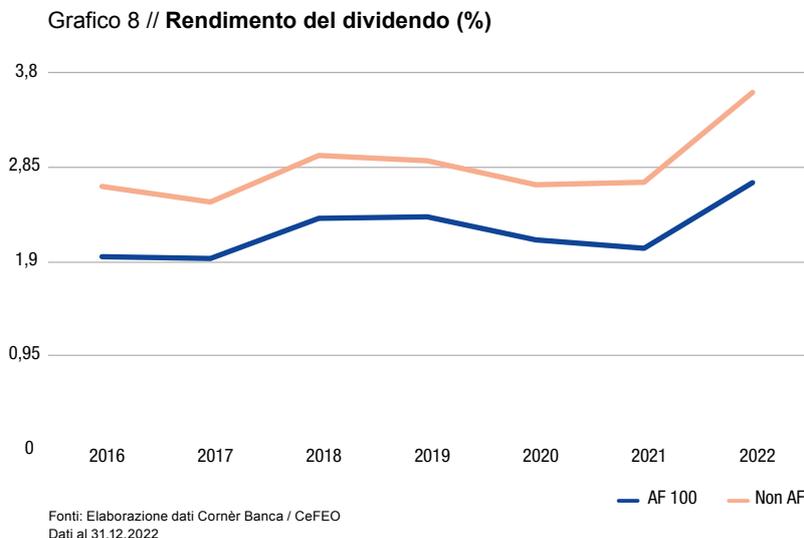
La scelta di mantenere il reddito netto operata dalle aziende familiari può essere attribuita al loro costante approccio a lungo termine verso le operazioni aziendali. Gli azionisti familiari, infatti, tendono a mantenere le proprie quote per lunghi periodi, a differenza di quelli non familiari che scambiano spesso le proprie azioni allo scopo di massimizzare i guadagni di breve termine (Faller & zu Knyphausen-Aufseß, 2018). In quest'ottica, gli azionisti familiari sono più interessati alla crescita a lungo termine del valore dell'azione che non ai dividendi annuali di breve termine. Piuttosto che pagare immediatamente i dividendi, le famiglie controllanti solitamente preferiscono reinvestire gli utili in nuove iniziative, come l'innovazione e lo sviluppo interno, sostenendo così l'espansione dell'azienda (He et al., 2012).

Tale espansione strategica determina inevitabilmente un apprezzamento delle azioni. Benché i dividendi possano essere considerati dal mercato come rendimenti stabili (He et al., 2012), possono anche segnalare che l'azienda non ha prospettive di crescita solide che richiedano degli investimenti. Questa percezione può far sorgere dubbi riguardo alla saturazione del mercato e al fatto che l'azienda abbia raggiunto il proprio limite di crescita.

Pertanto, le aziende familiari possono scegliere di non distribuire i dividendi e di finanziare invece nuovi progetti di crescita, non solo per migliorare la valutazione a lungo termine delle azioni, ma anche per segnalare al mercato che l'azienda ha ancora un potenziale di crescita.

Valutazione di mercato

Osservando la valutazione di mercato delle aziende familiari, abbiamo riscontrato che queste ultime negoziano spesso sotto la pari sul mercato. In particolare, le Top 100 hanno in media un «più basso» (1) rapporto «valore dell'impresa/margine operativo», (dove il valore dell'impresa corrisponde alla capitalizzazione di mercato e al valore dell'indebitamento meno le disponibilità liquide e i mezzi equivalenti, mentre il margine operativo o EBIT è l'utile operativo dell'azienda prima delle imposte e degli oneri finanziari), (2) «rapporto prezzo/patrimonio netto per azione» (Price to book value ratio - P/B), che si ottiene dividendo il prezzo dell'azione dell'azienda per il valore contabile dell'azione e (3) «rapporto prezzo/flussi di cassa» (price to cash flow ratio), calcolato sul prezzo dell'azione dell'azienda diviso per il suo flusso di cassa operativo per azione. In sostanza, se un'azienda familiare ha il medesimo EBIT, valore contabile o flusso di cassa di un'omologa non familiare, il mercato considera di maggiore rilevanza



la seconda, che è quindi negoziata a un valore più alto in borsa. Ciò mette in evidenza la tendenza sistematica da parte del mercato a sottovalutare le aziende familiari, anche quando presentano caratteristiche e redditività simili alle omologhe non familiari.

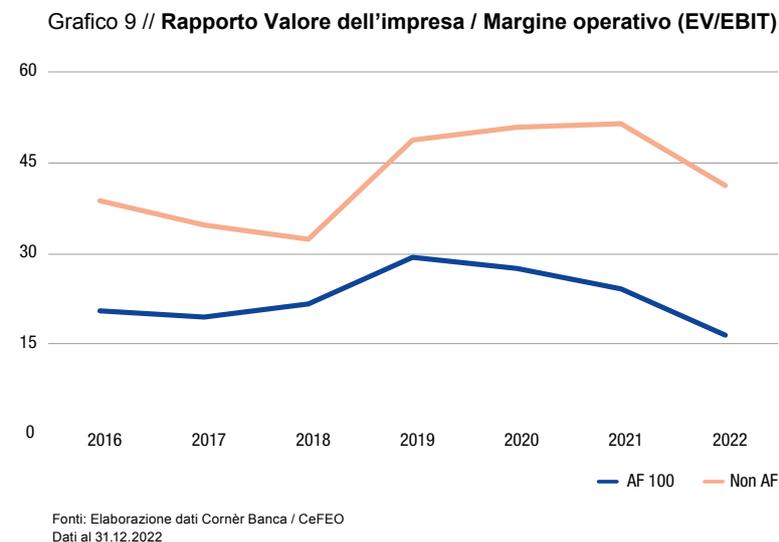
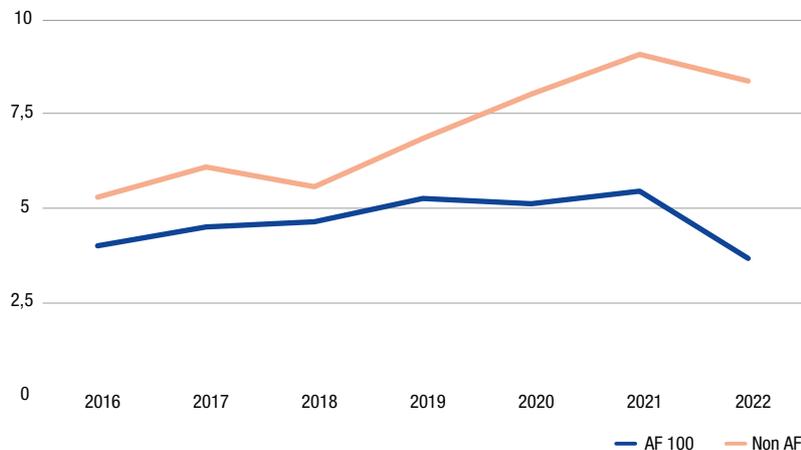


Grafico 10 // Rapporto Prezzo / Patrimonio netto per azione (P/B)



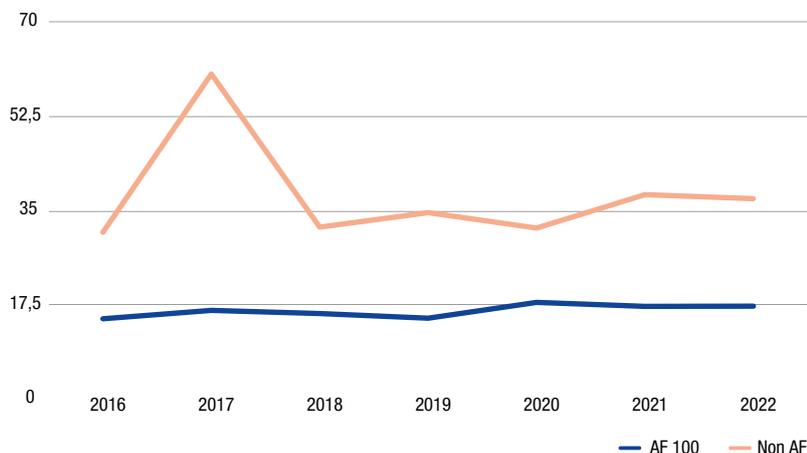
Fonti: Elaborazione dati Cornèr Banca / CeFEO
Dati al 31.12.2022



Ciò mette in evidenza la tendenza sistematica da parte del mercato a sottovalutare le aziende familiari, anche quando presentano caratteristiche e redditività simili alle omologhe non familiari.

Le variazioni osservate possono essere attribuite a due fattori principali. In primo luogo, al fatto che le aziende familiari sono solite distribuire minori dividendi annuali, anche se realizzano degli utili. Questa prassi può rendere le aziende familiari meno attraenti agli occhi degli investitori, che di norma cercano rendimenti cospicui ogni anno e quindi tendono a preferire le aziende non familiari, che invece assicurano tale stabilità. In secondo luogo, gli azionisti non familiari possono avere delle riserve riguardo all'esercizio del controllo nelle aziende familiari, in cui un gruppo di membri della famiglia ha un'influenza significativa sulla proprietà, la governance e/o il management (Morck & Yeung, 2003). Ad esempio, gli azionisti di maggioranza della famiglia potrebbero prediligere strategie principalmente a favore degli interessi della stessa, con potenziali svantaggi per gli azionisti di minoranza che non ne fanno parte (Zellweger & Kammerlander, 2015). Al contrario, gli azionisti non appartenenti alla famiglia possono paventare la possibilità di nepotismo, per cui gli amministratori e/o i dirigenti di famiglia riceverebbero un trattamento preferenziale, anche in caso di scarse performance o di qualifiche inadeguate per svolgere il loro ruolo (Gomez-Mejia et al., 2011). Questi timori possono disincentivare gli investitori non facenti parte della famiglia a investire nelle aziende familiari, a meno che non vengano offerti ingenti sconti per compensare i rischi correlati.

Grafico 11 // Rapporto Prezzo / Flussi di cassa (P/FCF)



Fonti: Elaborazione dati Cornèr Banca / CeFEO
Dati al 31.12.2022

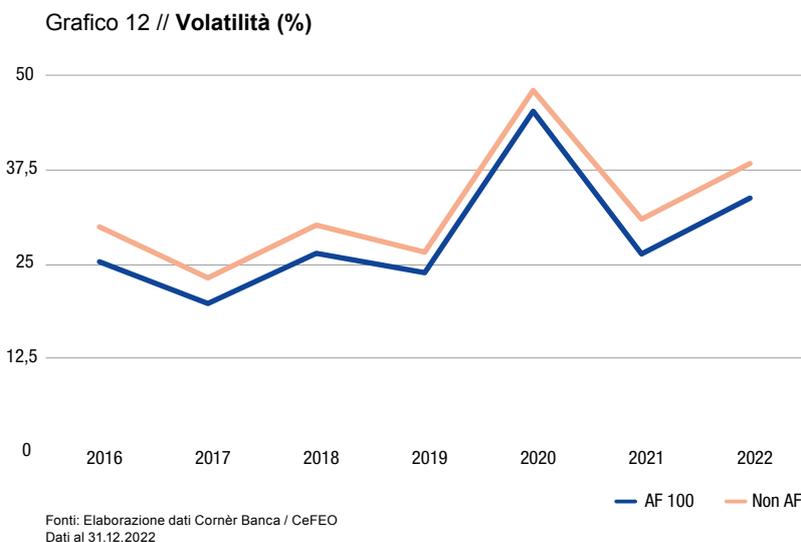
Volatilità

I dati indicanti il rapporto valore dell'impresa/margine operativo, il rapporto prezzo/patrimonio netto per azione e il rapporto prezzo/flussi di cassa rivelano una tendenza interessante: le Top 100 aziende familiari mantengono schemi più coerenti rispetto alle omologhe non familiari. Questa osservazione induce a esaminare più da vicino la volatilità di mercato delle aziende familiari (il grado di dispersione dei rendimenti, ossia come il prezzo delle azioni varia in un determinato periodo). Come si osserva nella figura sottostante, le Top 100 aziende familiari presentano, in media, una volatilità di mercato più bassa rispetto alle omologhe non familiari. Questa caratteristica è attribuibile alla prospettiva a lungo termine, che induce le aziende familiari a dare priorità alla crescita sostenibile nel corso delle generazioni, privilegiando spesso la stabilità rispetto alle iniziative ad alto rischio (Raitis et al., 2021). Un'eccessiva volatilità nel breve periodo può compromettere la reputazione della famiglia quale gestore stabile dell'azienda (Le Breton-Miller & Miller, 2018), minandone così l'impegno alla stabilità nel lungo periodo.

In sintesi, questi risultati suggeriscono che le Top 100 aziende familiari rappresentano opportunità di investimento potenzialmente interessanti. Infatti, pur mostrando una redditività superiore e una volatilità minore rispetto alle loro omologhe non familiari, spesso risultano sottovalutate dal mercato.



Questa caratteristica è attribuibile alla prospettiva a lungo termine, che induce le aziende familiari a dare priorità alla crescita sostenibile nel corso delle generazioni, privilegiando spesso la stabilità rispetto alle iniziative ad alto rischio.



Efficienza operativa

Dopo aver esaminato la valutazione di mercato, volgiamo ora lo sguardo alle performance operative di queste aziende. Questo capitolo punta a scoprire dove le aziende familiari realizzano performance superiori rispetto alle loro omologhe non familiari, ottenendo così una migliore redditività. Nello specifico, abbiamo esaminato metriche come l'indice di rotazione degli attivi (ovvero ricavi totali divisi per gli attivi totali), il tempo medio d'incasso (ovvero i giorni necessari per convertire i crediti commerciali in liquidità) e il tempo medio di pagamento (ovvero i giorni che servono all'azienda per pagare i propri debiti commerciali). In media, le top aziende familiari presentano indici di rotazione degli attivi notevolmente più elevati rispetto alle loro omologhe non familiari.



“

Le top aziende familiari presentano indici di rotazione degli attivi notevolmente più elevati rispetto alle loro omologhe non familiari.

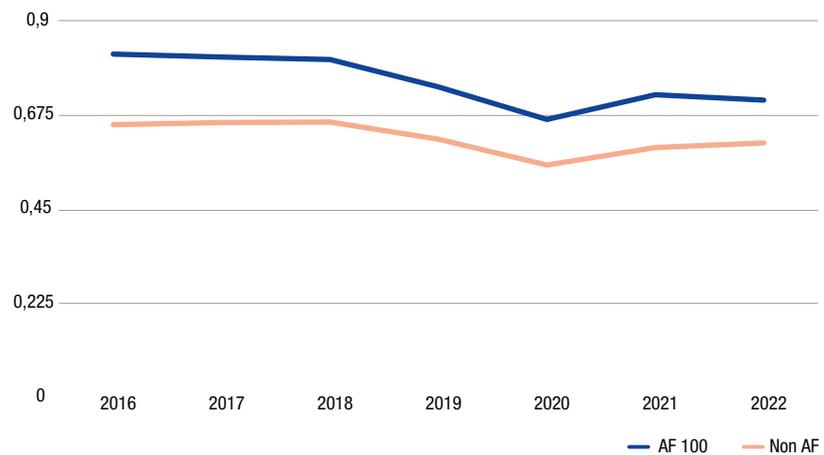
Ciò è dovuto in gran parte all'interesse della famiglia verso il patrimonio dell'azienda, che la porta a dedicare cure meticolose all'utilizzo ottimale del proprio capitale per generare reddito. Ad esempio, la famiglia si impegna a migliorare l'efficienza innovativa massimizzando gli output e minimizzando gli input (Duran et al., 2016).



Inoltre, quando si impegnano in attività di sviluppo della comunità, le aziende familiari cercano di ottimizzare i guadagni non finanziari, come ad esempio crearsi una buona reputazione, riducendo al contempo l'inefficienza operativa mediante la costituzione di fondazioni in modo da evitare la sovrapposizione delle operazioni con il loro core business (Cruz et al., 2023). Al contrario, i proprietari e i dirigenti delle aziende non familiari sono più inclini a perseguire l'innovazione o le attività comunitarie che generano benefici finanziari a breve termine (Block, 2011), come dividendi e incentivi basati sulle performance, con una minore enfasi sull'efficienza operativa nel conseguire risultati.

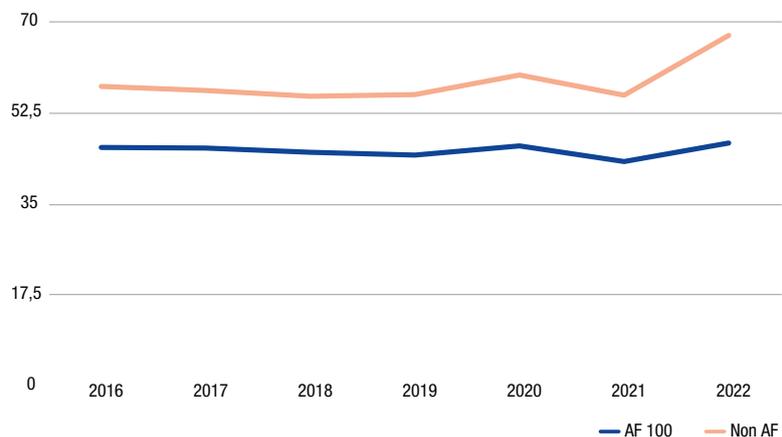
Oltre alla rotazione degli attivi, abbiamo confrontato le aziende familiari e non familiari relativamente ai processi di generazione del reddito. Nello specifico, abbiamo esaminato i giorni mediamente necessari per incassare i crediti dopo una vendita, scoprendo che le Top 100 aziende familiari necessitano un numero inferiore di giorni (in media 45) rispetto alle loro omologhe non familiari (che impiegano in media 58 giorni). Le aziende familiari, che si contraddistinguono per longevità, intrattengono infatti rapporti con i clienti a lungo termine, basati sulla fiducia (Miller et al., 2008). Tali rapporti facilitano lo scambio rapido di informazioni e risorse, riducendo così il tempo necessario per ricevere il pagamento a saldo dai clienti. Allo stesso tempo, le aziende familiari sono più propense a fornire ulteriore supporto ai propri clienti, tra cui garanzie e servizi post-vendita a lungo termine, quali strumenti per migliorare la reputazione dell'azienda e la sua sopravvivenza nel lungo periodo (Marques et al., 2014). Quando i clienti sono soddisfatti dei prodotti/servizi ricevuti, è più probabile che procedano al pagamento a saldo. La soddisfazione dei clienti rispetto ai prodotti e servizi

Grafico 13 // Rapporto Ricavi totali / Attivi totali



Source: Fonti: Elaborazione dati Cornèr Banca / CeFEO
Dati al 31.12.2022

Grafico 14 // Tempo medio d'incasso dei crediti commerciali (in giorni)



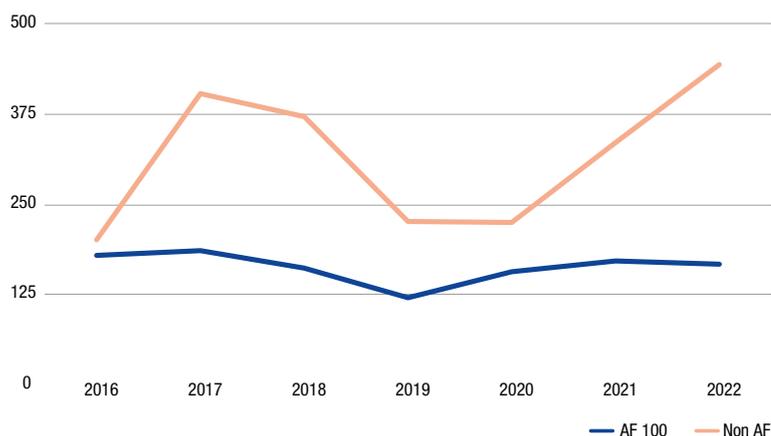
Fonti: Elaborazione dati Cornèr Banca / CeFEO
Dati al 31.12.2022

ricevuti favorisce quindi la puntualità dei pagamenti, agevolando processi di vendita efficienti.

Abbiamo esaminato il turnover dei crediti verso i clienti, che è strettamente legato all'indebitamento corrente dell'impresa. In particolare, abbiamo confrontato il tempo che le aziende necessitano per saldare i propri debiti e scoperto che le Top 100 aziende familiari impiegano meno giorni (in media circa 163) rispetto alle omologhe non familiari (in media circa 316) per saldare i propri debiti. Come affermato in precedenza, l'orientamento a lungo termine delle aziende familiari le induce a saldare i propri debiti in tempi brevi (Gentry et al., 2016) in modo da mantenere relazioni improntate alla fiducia con i propri fornitori e partner commerciali. Termini di pagamento lunghi possono infatti erodere la percezione di affidabilità dei fornitori e partner commerciali, riducendo la probabilità di portare avanti la relazione a lungo termine (cf. Glover & Reay, 2015). Pertanto, le aziende familiari sono più incentivate rispetto alle loro omologhe non familiari a dimostrare la propria capacità di saldare i debiti regolarmente, coltivando così relazioni di fiducia durature con i loro stakeholder.

In sintesi, la nostra analisi ha dimostrato che le aziende familiari presentano una maggiore efficienza operativa rispetto alle loro omologhe non familiari. Generano maggiori redditi dal capitale, per effetto dello stretto legame tra questi ultimi e il patrimonio familiare. L'operatività mostra inoltre tempi minori per l'incasso dei crediti verso i clienti e per il saldo dei debiti verso fornitori e partner commerciali. Tali turnover rapidi rispecchiano la fiducia condivisa dalle aziende familiari e dai rispettivi stakeholder, fattore essenziale per poter mantenere rapporti duraturi che sono alla base del successo delle aziende familiari nel corso delle generazioni (Reck et al., 2022).

Grafico 15 // Tempo medio di pagamento dei debiti commerciali (in giorni)



Fonti: Elaborazione dati Cornèr Banca / CeFEO
Dati al 31.12.2022

Struttura del debito

Partendo dall'esame dei debiti correnti, la nostra analisi approfondisce la struttura del debito a lungo termine delle aziende familiari. Nello specifico, abbiamo indagato la differenza nel rapporto tra il debito netto (ovvero disponibilità liquide e mezzi equivalenti totali una volta sottratto il debito totale) e il margine operativo lordo (o EBITDA, ovvero utile prima degli interessi, delle imposte, delle svalutazioni e degli ammortamenti) tra le aziende familiari del nostro campione e quelle non familiari. I risultati rivelano una distinzione fondamentale: le aziende familiari vantano in media un rapporto di circa 1,19 e quindi significativamente più basso rispetto alla media delle omologhe non familiari, pari a 1,70.

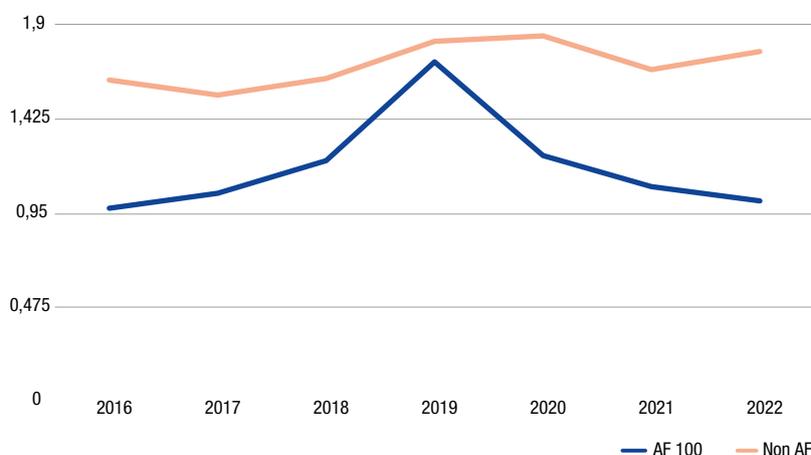
Se le aziende familiari sopravvivono alla prima generazione ed evolvono

verso quella successiva, tendono ad aver accumulato risorse e beni sufficienti a permettere loro di sostenere l'espansione aziendale senza incorrere negli oneri da interessi che solitamente accompagnano il finanziamento del debito esterno legato alla crescita aziendale (Carney et al., 2015). Inoltre, il ricorso all'indebitamento può comportare rischi per il controllo esercitato dalla famiglia: nel caso in cui gli obblighi di rimborso del debito non vengano rispettati con tempestività (Glover & Reay, 2015) i creditori possono imporre altri vincoli all'operatività commerciale della famiglia come parte delle condizioni di prestito (Molly et al., 2019). Pertanto, le aziende familiari preferiscono affidarsi ai propri capitali per finanziare la crescita aziendale, in quanto il capitale interno ha costi inferiori e impone meno vincoli dell'indebitamento esterno.



Se le aziende familiari sopravvivono alla prima generazione ed evolvono verso quella successiva, tendono ad aver accumulato risorse e beni sufficienti a permettere loro di sostenere l'espansione aziendale senza incorrere negli oneri da interessi.

Grafico 16 // Rapporto Debito netto/Margine operativo lordo (Net Debt/EBITDA)



Fonti: Elaborazione dati Cornèr Banca / CeFEO
Dati al 31.12.2022



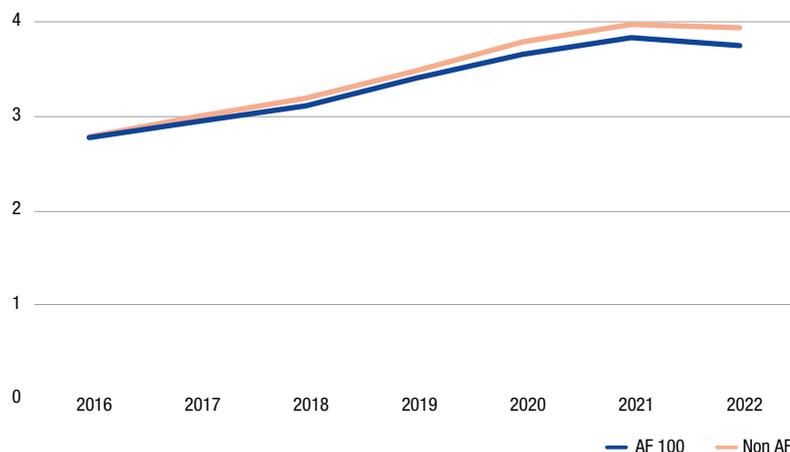
Performance ambientale, sociale e di governance (ESG)

Dopo aver esaminato gli aspetti finanziari delle aziende familiari e non familiari, abbiamo rivolto la nostra attenzione alle differenze nelle loro performance non finanziarie. Sono stati analizzati punteggi relativi alla divulgazione delle attività da parte delle società in tre diverse aree, tra cui le attività ambientali (come la riduzione dei rifiuti pericolosi e le sanzioni per l'inquinamento ambientale), sociali (ad esempio, il tasso di turnover del personale e il sostegno allo sviluppo della comunità) e di governance (ad esempio, la diversità nei Consigli di Amministrazione e i contratti con membri di organizzazioni) (Yu et al., 2018). Queste attività ESG rispecchiano le modalità con cui le società creano valore non finanziario affrontando le richieste di vari stakeholder, al di là degli azionisti (Zellweger & Nason, 2008). Alti punteggi di una società in questi

ambiti denotano un forte impegno nelle attività ESG, mirante a soddisfare le esigenze dei suoi stakeholder.

Se si considera la performance complessiva, le aziende familiari e non familiari non presentano differenze significative. In altre parole, entrambe dedicano tempo e impegno per soddisfare i loro stakeholder. A prescindere dalla struttura della proprietà, le società quotate devono sottoporsi a valutazioni pubbliche e le loro interazioni con gli stakeholder generali ne influenzano la reputazione (Cruz et al., 2014). Pertanto, è probabile che le aziende quotate – siano esse a conduzione familiare o meno – diano tutte priorità al soddisfacimento delle richieste degli stakeholder, impegnino risorse per affrontarne le necessità, e comunichino le proprie attività corporate a un pubblico differente.

Grafico 17 // Punteggio ESG



Fonti: Elaborazione dati Cornèr Banca
Dati al 31.12.2022

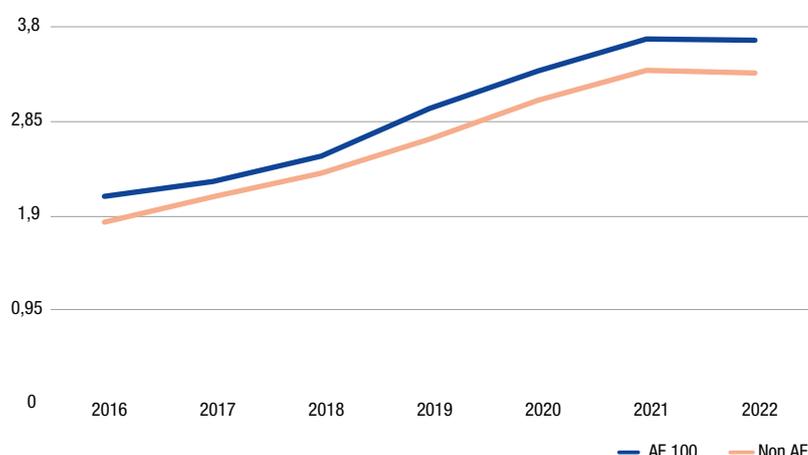
Benché sia le aziende familiari sia quelle non familiari si attivino per migliorare le loro performance ESG complessive, la nostra analisi ha rilevato differenze sostanziali nelle aree specifiche delle attività ESG a cui danno priorità. In particolare, abbiamo riscontrato che le Top 100 aziende familiari presentano performance notevolmente migliori nella sfera ambientale rispetto alle loro omologhe non familiari. La capacità di affrontare le problematiche ambientali, soprattutto quelle legate al cambiamento climatico, testimonia il costante impegno di queste imprese verso iniziative e investimenti a lungo termine (Wright & Nyberg, 2017). Il loro orientamento a lungo termine è in linea con gli orizzonti temporali tipici delle attività ambientali, considerando che le famiglie cercano di realizzare investimenti efficaci, in grado di raccogliere benefici a lungo termine, anche dopo decenni (Doluca et al., 2018).



“

La capacità di affrontare le problematiche ambientali, soprattutto quelle legate al cambiamento climatico, testimonia il costante impegno di queste imprese verso iniziative e investimenti a lungo termine.

Grafico 18 // Punteggio variabile ambientale



Fonti: Elaborazione dati Cornèr Banca
Dati al 31.12.2022

In particolare, la nostra analisi ha rivelato che le aziende familiari mostrano un miglioramento costante nella riduzione delle loro emissioni di gas serra (GHG) per ricavi nel corso del tempo, una tendenza in netto contrasto con le loro omologhe non familiari, che registrano invece un aumento delle emissioni di GHG per ricavi. La maggiore visibilità e la preoccupazione dell'opinione pubblica per gli impatti del cambiamento climatico negli ultimi anni, hanno spinto le famiglie controllanti a intensificare gli sforzi per mitigare l'impronta ambientale delle proprie aziende familiari.

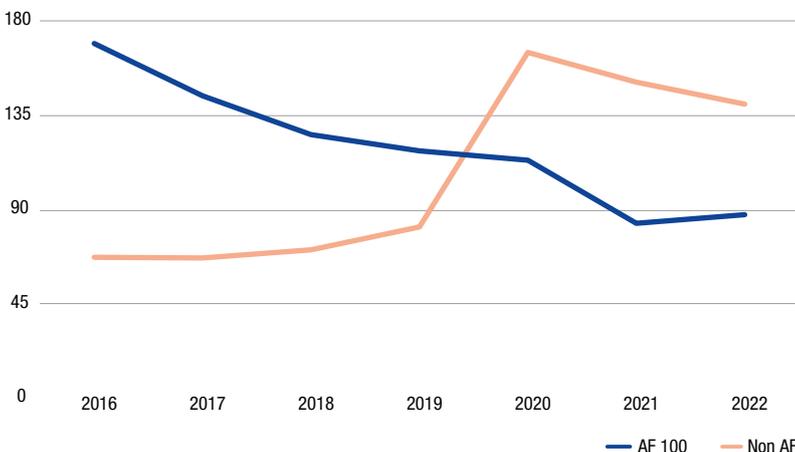
Tale maggiore impegno è motivato dal desiderio di salvaguardare la reputazione della famiglia, che è strettamente legata a quella complessiva dell'impresa (Doluca et al., 2018). Ad esempio, oltre a innovare il *modus operandi* dell'azienda per ridurre le emissioni di GHG, le imprese familiari si impegnano al massimo per evitare incidenti ambientali dalle conseguenze negative che potrebbero infangarne la reputazione, ad es. mediante un accurato smaltimento dei rifiuti tossici (Berrone et al., 2010). Pertanto, le attività ambientali non sono solo conformi alla visione e alle strategie di lungo termine, ma fungono anche da scudo protettivo della loro reputazione agli occhi dell'opinione pubblica.

Nonostante le migliori performance ambientali, le Top 100 aziende familiari mostrano una relativa debolezza nel

campo delle attività sociali rispetto alle loro omologhe non familiari. Le aziende familiari tendono infatti a essere più selettive nei loro rapporti con gli stakeholder, prediligendo quelli che condividono con esse stretti rapporti sociali. Ad esempio, nel selezionare i destinatari delle nuove attività sociali, le aziende familiari preferiscono stakeholder con cui hanno contatti regolari, come i dipendenti direttamente coinvolti nell'operatività aziendale e le comunità locali in cui opera la famiglia (Marques et al., 2014). Nel selezionare collaborazioni e fornitori, le aziende familiari mostrano una forte predilezione per i partner con cui hanno sviluppato un rapporto di fiducia di lungo periodo, piuttosto che con gruppi di stakeholder (Madden et al., 2020). Di conseguenza, le aziende familiari tendono a incentrare le proprie attività sociali sulle esigenze degli stakeholder con cui intrattengono stretti legami sociali.

Inoltre, abbiamo riscontrato che le aziende familiari presentano performance di governance peggiori rispetto a quelle non familiari. Questa disparità può essere attribuita al coinvolgimento attivo dei proprietari facenti parte della famiglia nell'operatività quotidiana dell'azienda. In questi casi, i rapporti familiari intercorrenti tra proprietari e dirigenti spesso ne allineano gli interessi, riducendo la loro necessità di istituire contratti economici e di agenzia per monitorare e incentivare i dirigenti (Gomez-Mejia et al., 2001).

Grafico 19 // Rapporto Emissioni GHG / Ricavi



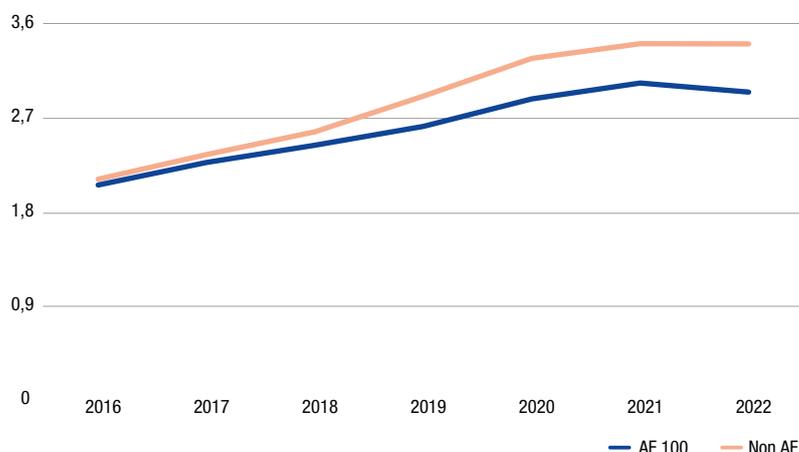
Fonti: Elaborazione dati Cornèr Banca
Dati al 31.12.2022

Al contrario, i dirigenti delle aziende non familiari non hanno legami familiari che potrebbero indurre comportamenti allineati agli interessi degli azionisti. In assenza di legami familiari, i dirigenti possono essere più portati a perseguire i propri interessi individuali, inclusa la possibile ricerca di guadagni finanziari a breve termine. Pertanto, le aziende non familiari tendono ad avvalersi di incentivi retributivi - come compensi basati sulle performance - per motivare i dirigenti ad agire secondo modalità idonee a migliorare le performance dell'organizzazione e, in ultima analisi, a massimizzare il valore erogato agli azionisti (Schulze et al., 2001).

Inoltre, quando i membri della famiglia sono presenti nel Consiglio di Amministrazione, spesso formano coalizioni con altri membri del consiglio per agevolare i processi decisionali. Ad esempio, i componenti del Consiglio di Amministrazione non appartenenti alla famiglia o indipendenti possono avere legami informali con i membri della famiglia come rapporti di amicizia, residenza nello stesso quartiere o appartenenza allo stesso club (Berrone et al., 2012). Se da un lato, questi rapporti informali possono suscitare timori tra gli stakeholder esterni per quanto riguarda l'indipendenza e l'affidabilità dei membri del Consiglio di Amministrazione non facenti parte della famiglia nel sorvegliare le azioni dei membri della famiglia, essi possono costituire, in effetti, dei meccanismi di monitoraggio molto efficaci (Miller & Le Breton-Miller, 2006). Questo perché i membri della famiglia sono motivati a salvaguardare la propria reputazione agli occhi degli stakeholder esterni e a mantenere legami emotivi con questi ultimi (Samara et al., 2018).

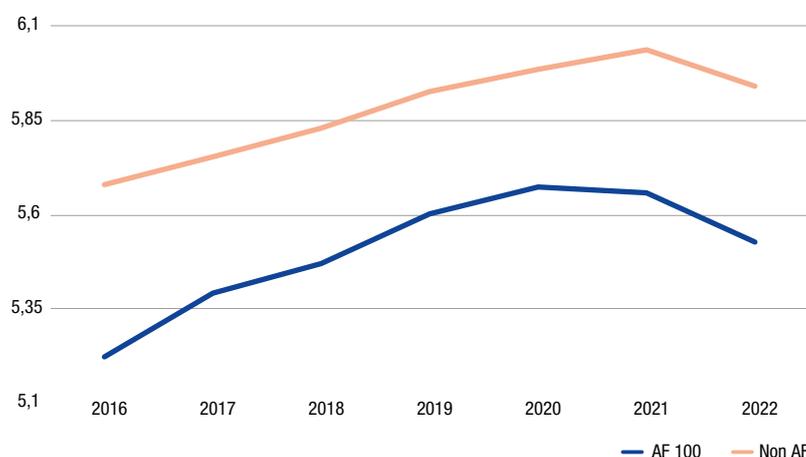
Nonostante i potenziali vincoli degli investimenti in pratiche di governance formali, causate dal ricorso a contratti relazionali con i dirigenti e dai rapporti informali con i membri del Consiglio di Amministrazione facenti parte della famiglia, questo approccio informale può assicurare alle aziende familiari una governance efficace.

Grafico 20 // Punteggio variabile sociale



Fonti: Elaborazione dati Cornèr Banca
Dati al 31.12.2022

Grafico 21 // Punteggio variabile governance



Fonti: Elaborazione dati Cornèr Banca
Dati al 31.12.2022

Sintesi della ricerca

Dopo aver confrontato le Top 100 aziende familiari con il campione rappresentativo delle imprese non familiari tra le più importanti sul mercato azionario globale, abbiamo riscontrato interessanti differenze. In particolare, le aziende familiari sono trainate dal loro orientamento al lungo termine (Lumpkin et al., 2010) in quanto hanno mostrato una crescita costantemente più elevata dei valori aziendali (come il margine lordo) e una forte enfasi sui valori familiari (come il rendimento degli asset). I proprietari di famiglia tendono a fare ricorso al proprio capitale interno (accumulato nel corso delle generazioni e con costi contenuti) piuttosto che a debiti esterni (come dimostra il basso rapporto debito netto/ margine operativo lordo) per finanziare i progetti di crescita aziendale e si impegnano a ottenere migliori rendimenti dai beni in cui investono. Le aziende familiari realizzano la propria crescita prestando particolare attenzione all'efficienza operativa, ad esempio migliorando il proprio indice di rotazione degli attivi, incassando rapidamente i crediti verso i clienti dopo la vendita, e impiegando meno giorni rispetto alle aziende non familiari per saldare i debiti verso fornitori e partner commerciali. Questi approcci permettono alle aziende familiari di beneficiare di stretti rapporti con gli stakeholder che sostengono la loro sopravvivenza a lungo termine nel corso delle generazioni (Reck et al., 2022).

Nonostante la loro buona redditività ed efficienza operativa, abbiamo riscontrato che le aziende familiari spesso risultano sottovalutate dal mercato rispetto alle loro omologhe non familiari. Le famiglie proprietarie tendono a destinare una quota importante dei ricavi aziendali al finanziamento di progetti di crescita a lungo termine (He et al., 2012) ed hanno di conseguenza un rendimento dei dividendi minore per gli investitori rispetto alle aziende non familiari. D'altro canto, gli azionisti non familiari possono temere che la famiglia controllante adotti strategie che favoriscono gli interessi privati della famiglia, a scapito di quelli degli azionisti esterni (Zellweger & Kammerlander, 2015). Pertanto, gli investitori esterni tendono a sottovalutare le aziende familiari, anche quelle aventi un rapporto valore dell'impresa/margine operativo più basso, un minor rapporto prezzo/patrimonio netto per azione e un rapporto

prezzo/flussi di cassa migliore, rispetto alle aziende non familiari. Tuttavia, tendenzialmente l'orientamento al lungo termine delle aziende familiari le induce a perseguire crescite stabili piuttosto che ad alto rischio (Raitis et al., 2021), e quindi esse presentano una volatilità di mercato inferiore alle loro omologhe non familiari. Pertanto, le aziende familiari possono essere obiettivi di investimento interessanti poiché presentano buone performance finanziarie, bassi rischi e, al contempo, una sottovalutazione sul mercato azionario.



Le aziende familiari sono trainate dal loro orientamento al lungo termine in quanto hanno mostrato una crescita costantemente più elevata dei valori aziendali e una forte enfasi sui valori familiari.

Oltre alle performance finanziarie, abbiamo esaminato le differenze nelle performance non finanziarie (ovvero le performance ESG) tra aziende familiari e non familiari. Sebbene i due tipi di imprese non differiscano per le performance ESG complessive, possono comunque allocare le proprie risorse a ciascun aspetto ESG secondo criteri differenti. Le aziende familiari prestano maggiore attenzione al miglioramento delle performance ambientali, come le emissioni di gas serra per ricavi, poiché le attività ambientali richiedono tendenzialmente investimenti a lungo termine e pazienza per vederne gli effetti (Wright & Nyberg, 2017). Al contrario, le aziende familiari si impegnano meno nelle attività sociali e di governance rispetto alle loro omologhe non familiari, in quanto la famiglia è propensa a selezionare per le proprie attività sociali gruppi di stakeholder specifici, come amici e comunità locali (Madden et al., 2020) e ad affidarsi a pratiche di governance informali basate sulle relazioni non documentate (Gomez-Mejia et al., 2001). Pertanto, le aziende familiari hanno focalizzazioni sull'ESG diverse da quelle delle loro omologhe non familiari.





JÖNKÖPING UNIVERSITY

JÖNKÖPING UNIVERSITY
Jönköping International Business School

Aziende familiari vs. aziende gestite dal fondatore

Intervista con il Center for Family Entrepreneurship and Ownership (CeFEO)

La distinzione tra aziende a conduzione familiare e aziende non familiari non fornisce il quadro completo. È necessario fare una distinzione critica anche tra aziende gestite dal fondatore e aziende familiari. Questa distinzione è indispensabile in quanto spesso queste due categorie sono considerate, a torto, congiuntamente. Le aziende gestite dal fondatore e le aziende familiari presentano caratteristiche e dinamiche operative distinte, che richiedono una classificazione e un'analisi separata.

Per far luce su queste differenze, il professor Daniel Pittino e il professore associato del Center for Family Entrepreneurship and Ownership (CeFEO) della Jönköping International Business School, Massimo Baù condividono le loro prospettive di esperti.

“

Le aziende gestite dal fondatore potrebbero non condividere la stessa etica di eredità, longevità e investimenti a lungo termine dei membri di una famiglia in un'azienda a conduzione familiare.

Massimo Baù: inizieremo a discutere le differenze tra aziende familiari e aziende gestite dal fondatore partendo da queste ultime. È infatti fondamentale comprendere che queste imprese non condividono la stessa etica di eredità, longevità e investimenti a lungo termine dei membri delle aziende a conduzione familiare. Questa mentalità condivisa dai membri della famiglia spesso non corrisponde alla visione del fondatore. Di norma, i fondatori che costituiscono una propria azienda senza il coinvolgimento della famiglia arrivano a un punto in cui si trovano a dover decidere la traiettoria futura dell'impresa. Questo processo decisionale è diverso da quello delle start-up familiari, in cui il futuro dell'azienda è spesso una visione collettiva della famiglia fin dall'inizio.

Daniel Pittino: tra le aziende gestite dal fondatore vi sono anche imprenditori seriali, che spesso puntano alla monetizzazione in un'ottica di imprenditorialità seriale, incentrata sul trarre un vantaggio immediato dalle operazioni condotte con il loro capitale di rischio. Questo approccio prevede principalmente investimenti ad alto rischio, con l'aspettativa di notevoli rendimenti. Ciò è particolarmente evidente tra i fondatori di società che successivamente sono state quotate. Tuttavia, la ricerca indica che è più probabile che i proprietari e i CEO di famiglia, influenzati dagli stakeholder della medesima, assumano il ruolo di gestori che, in quanto tali, siano portati ad attuare strategie conservative, a differenza di alcuni fondatori, che perseguono strategie di crescita imprenditoriali.

Massimo Baù: in effetti, questo contrasto nell'orientamento strategico è significativo. In una fase successiva, i fondatori possono iniziare a vedere la propria azienda non solo come una fonte di ricchezza, bensì anche come un'eredità da preservare e tramandare. Ciò porta a una trasformazione tale per cui l'azienda diviene un qualcosa da lasciare in eredità e, parallelamente, il ruolo del fondatore si evolve in modo da garantire la sostenibilità per le future generazioni della famiglia. D'altro canto, alcuni fondatori, che non sono «vincolati» da dinamiche familiari, spesso si allineano

alle aspettative di massimizzazione del valore, concentrandosi sulla crescita e la sovraperformance.

Daniel Pittino: per quanto riguarda l'eredità, non tutti i fondatori scelgono di perpetuarla attraverso l'azienda di famiglia. Bill Gates e Steve Jobs, ad esempio, hanno preso strade diverse. Gates si è concentrato sulla filantropia, mentre Jobs, pur essendo il maggiore azionista individuale di Apple, non ha infuso in Apple un'eredità familiare. In ogni modo, spesso le grandi aziende controllate da famiglie integrano l'azienda nella loro identità familiare. Pur diversificandosi, queste aziende mantengono un legame con il loro comparto originale, come risulta particolarmente evidente nel settore automobilistico. Solitamente gestite da generazioni successive, queste aziende fanno osservare un passaggio dal fondatore unico a una struttura di governance familiare. Lo spirito imprenditoriale, inizialmente incarnato dal fondatore, può replicarsi nelle generazioni successive. Questo stesso spirito guida la trasformazione dell'azienda attraverso la diversificazione strategica, la crescita e la riorganizzazione degli investimenti. Quando l'azienda passa alle generazioni successive, il modello di proprietà cambia da individuale a collettivo-familiare.

Massimo Baù: ciò avviene in quanto la dinamica delle aziende familiari si evolve, plasmata dalla visione iniziale del fondatore e dal successivo coinvolgimento della famiglia. Questa evoluzione influenza sia la governance sia l'eredità dell'azienda e può quindi introdurre delle complessità, soprattutto quando il controllo dell'azienda è contestato nell'ambito della famiglia. Questi scenari possono portare alla necessità di sfoltire l'albero familiare, riducendo il coinvolgimento della famiglia e così potenzialmente tornare a una nuova identità di «fondatore» nel caso il controllo si consolidi nelle mani di un'unica persona. Tenendo presente che le aziende familiari possono attraversare dei cicli di vita, il ritorno periodico alla logica originaria del fondatore è intrigante. Questo ciclo può enfatizzare nuovamente l'eredità familiare o deviare verso un approccio più individualistico e imprenditoriale.

Daniel Pittino: anche la psicologia degli imprenditori è un aspetto chiave da tenere presente. Hanno un'identità unica, caratterizzata da una forte propensione al rischio e dal desiderio di controllo. Spesso i fondatori credono che il loro successo sia dovuto ai loro rischi e alle loro decisioni personali. Al contrario, i proprietari della seconda generazione della famiglia ereditano un patrimonio esistente e si sentono investiti dalla responsabilità di gestirlo ed espanderlo per le generazioni future.

Massimo Baù: di norma alcune aziende gestite dal fondatore sono associate a un rischio aggregato più elevato. Tale propensione al rischio è connaturata all'identità del fondatore e spesso permette a piccole start-up di trasformarsi in grandi società quotate. Tuttavia, solitamente in questo approccio manca un concetto di eredità familiare radicato. Di conseguenza, se da un lato possono esserci opportunità di rendimenti più elevati nel breve termine, dall'altro, queste aziende devono fare fronte a maggiori rischi di perdite a medio-lungo termine.

Daniel Pittino: al contrario, le imprese guidate dalle generazioni successive tendono a presentare livelli di indebitamento più bassi. Ciò è dovuto al fatto che generalmente queste imprese sono cresciute in modo più graduale, consentendo un consolidamento dei propri beni nel corso del tempo. Di conseguenza, le aziende controllate dalle generazioni successive della famiglia presentano spesso un orientamento lungimirante delle proprie strategie. Non è solo una questione di gestione finanziaria, bensì rispecchia anche un cambiamento nella leadership strategica e nella governance.

Massimo Baù: alcune aziende gestite dal fondatore hanno spesso strutture di governance più immediate, portando a una sottovalutazione dei rischi. Al contrario, le aziende gestite dalle generazioni successive della famiglia adottano spesso un approccio più collettivo alla governance. Ciò implica un'attenta valutazione dei rischi, in quanto le strutture della proprietà e della governance includono vari stakeholder, determinando così uno stile manageriale più equilibrato e prudente.





Intervista con Cornèr Banca

In quanto impresa familiare, noi in Cornèr Banca comprendiamo le dinamiche e gli esclusivi vantaggi delle aziende familiari e nel valutare le opportunità di investimento diamo priorità a quest'ultime rispetto alle imprese gestite dai fondatori.

Il motivo di questa nostra preferenza deriva dalla convinzione che queste società, dopo la prima generazione, perdano la loro propensione al rischio a favore di una gestione societaria più responsabile. Tuttavia, ciò non deve indurci a percepire queste imprese come avverse al rischio, quanto piuttosto come avverse alle perdite, ossia preoccupate di evitare perdite non necessarie. Le famiglie di imprenditori tendono a concentrare il loro patrimonio nella società stessa e il loro rapporto intergenerazionale con le dinamiche societarie assicura che i membri della famiglia abbiano una profonda conoscenza dell'industria, della società e dei loro stakeholder. Di conseguenza, queste imprese hanno la capacità di garantire che le risorse siano utilizzate in modo efficace. Le famiglie proprietarie sono particolarmente attente all'allocatione delle risorse e prestano molta attenzione ad evitare qualsiasi spreco. Dedicano tempo all'organizzazione e ad una regolare comunicazione con dipendenti, clienti e altre parti interessate, promuovendo una solida cultura aziendale di coinvolgimento e trasparenza.

Focalizzandoci sulle aziende a conduzione familiare, in Cornèr Banca possiamo attingere dalla nostra esperienza e investire con fiducia in organizzazioni che condividono il nostro impegno nella longevità, nei valori e nella gestione responsabile che, in definitiva, vanno a vantaggio dei nostri clienti e assicurano una crescita sostenibile per le generazioni a venire.

Laura Bolis



Laura Bolis
Head of Investment Strategies, Cornèr Banca



Gaetano Graziani
Lead Portfolio Manager,
Family Business Team, Cornèr Banca

Nel panorama delle attività imprenditoriali, l'influenza familiare è spesso un fattore fondamentale nel plasmare la direzione e il successo della società. Hermès, simbolo ed essenza del lusso e della tradizione, deve la propria evoluzione e il proprio prestigio alla costante dedizione della famiglia alla qualità dei prodotti e all'incessante ricerca dell'artigianalità. Sin dagli esordi nel 1837, Hermès ha abbracciato il principio *Que l'utile soit beau* fondendo armoniosamente utilità e bellezza, una filosofia che è diventata sinonimo dell'identità del marchio.

La strategia, voluta dalla famiglia, di focalizzarsi sull'esclusività e di evitare la pubblicità di massa, ha rafforzato questa tendenza, rendendo i prodotti Hermès non solo ambiziosissimi oggetti di lusso ma anche investimenti di valore. Ne è un esempio la borsa Birkin, pezzo iconico che, grazie all'offerta controllata e all'aumento della domanda, spunta prezzi di gran lunga superiori al costo originale. La creazione di tale borsa, nata dall'incontro casuale con l'attrice Jane Birkin, testimonia l'attenzione della famiglia nei confronti delle raffinate esigenze funzionali della clientela e rappresenta oggi uno status symbol che racchiude in sé l'essenza stessa di Hermès. Questa narrazione di esclusività, accentuata dalla scarsità strategica dei prodotti, ha cementato la posizione di Hermès nel mercato del lusso, garantendone lo status faro di eccellenza artigianale e di sofisticata eleganza.

Il coinvolgimento della famiglia non soltanto ha plasmato la narrativa di Hermès, ma ha anche fatto in modo che i suoi prodotti siano percepiti come simboli di una pregiata eredità, affermando così il profondo impatto dell'influenza familiare sul successo duraturo del marchio.

Gaetano Graziani

In questo panorama, l'uso strategico degli accordi di lock-up testimonia l'impegno duraturo delle famiglie nei confronti delle loro imprese. Tali accordi rispecchiano la lungimiranza dei membri della famiglia nel preservare l'integrità e la continuità della loro eredità.

Merck, profondamente radicata nell'industria farmaceutica, ha istituito un periodo di lock-up che impedisce la vendita delle azioni fino al 2030. È una chiara indicazione del suo intento di mantenere l'influenza e di assicurare la conformità dell'azienda ai valori e alle strategie di business istituiti nel tempo, senza le interruzioni che potrebbero derivare dai mutevoli interessi degli azionisti.

Riecheggiando questo sentimento, la famiglia Arnault, a capo di LVMH, ha attuato una strategia simile, prolungando il periodo di lock-up fino al 2052. Questo approccio rispecchia una prassi adottata da molte aziende a conduzione familiare per mantenere il controllo strategico e l'influenza, con l'obiettivo di assicurare una crescita costante e l'eredità dell'azienda nel mercato più ampio. Le misure prese dalle famiglie Merck e Arnault evidenziano una tematica comune alle aziende imprenditoriali: una strategia profondamente radicata, volta a mantenere l'influenza della famiglia e a proteggere l'essenza dell'azienda dalla volatilità del mercato aperto. I periodi di lock-up non sono quindi semplici clausole contrattuali, bensì il simbolo di un'eredità scritta nel DNA stesso dell'azienda, che garantisce che i valori, l'unità e la visione della famiglia continuino a guidarla anche in futuro.

Luca Tarquini



Luca Tarquini
Portfolio Manager,
Family Business Team, Cornèr Banca



Conclusione

Nel contesto economico e finanziario globale, le aziende a conduzione familiare costituiscono un segmento significativo e a sé stante, che presenta caratteristiche e comportamenti unici rispetto alle aziende non familiari e a quelle gestite dal fondatore. Nel corso della nostra analisi, abbiamo osservato che le aziende quotate controllate da famiglie mostrano spesso performance migliori rispetto alle loro omologhe presenti sul mercato. Ciò è attribuibile in gran parte al loro costante impegno verso l'efficienza operativa e alla loro capacità di coltivare relazioni durature con clienti e fornitori. Tuttavia, si trovano anche a fronteggiare una sfida particolare sul mercato azionario. Spesso sono sottovalutate per la loro tendenza a reinvestire gli utili in progetti a lungo termine invece di distribuire dividendi, e per il loro ricorso a pratiche di governance relazionali piuttosto che a strutture di governance formale.

Poiché le aziende a conduzione familiare continuano a svolgere un ruolo cruciale nelle economie di tutto il mondo, speriamo che gli spunti forniti da questo rapporto costituiscano una risorsa preziosa per gli stakeholder che desiderano impegnarsi con le aziende familiari quotate.

Bibliografía

- Anderson, R. C., & Reeb, D. M. (2003). Founding-family ownership and firm performance: evidence from the S&P 500. *The Journal of Finance*, 58(3), 1301-1328.
- Anderson, R. C., Duru, A., & Reeb, D. M. (2009). Founders, heirs, and corporate opacity in the United States. *Journal of Financial Economics*, 92(2), 205-222.
- Belenzon, S., Pataconi, A., & Zarutskie, R. (2016). Married to the firm? A large-scale investigation of the social context of ownership. *Strategic Management Journal*, 37(13), 2611-2638.
- Belghitar, Y., & Khan, J. (2013). Governance and performance in family firms: Evidence from the UK. *Journal of Business Finance & Accounting*, 40(5-6), 647-670.
- Bennedsen, M., & Nielsen, K. M. (2010). Private contracting and corporate governance: Evidence from the provision of tag-along rights in Brazil. *Journal of Corporate Finance*, 16(4), 449-460.
- Berrone, P., Cruz, C., & Gomez-Mejia, L. R. (2012). Socioemotional wealth in family firms: Theoretical dimensions, assessment approaches, and agenda for future research. *Family Business Review*, 25(3), 258-279.
- Berrone, P., Cruz, C., Gomez-Mejia, L. R., & Larraza-Kintana, M. (2010). Socioemotional wealth and corporate responses to institutional pressures: Do family-controlled firms pollute less? *Administrative Science Quarterly*, 55(1), 82-113.
- Block, J. H. (2011). How to pay nonfamily managers in large family firms: A principal-agent model. *Family Business Review*, 24(1), 9-27.
- Block, J., & Ulrich, L. (2023). Are family owners and managers good stewards in global crises? Evidence from stock market reactions to Covid-19. *Journal of Family Business Strategy*, 14(1), 100534.
- Carney, M., Van Essen, M., Gedajlovic, E. R., & Heugens, P. P. M. A. R. (2015). What do we know about private family firms? A meta-analytical review. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 39(3), 513-544.
- Chirico, F., Welsh, D. H. B., Ireland, R. D., & Sieger, P. (2021). Family versus non-family firm franchisors: Behavioural and performance differences. *Journal of Management Studies*, 58(1), 165-200.
- Chrisman, J. J., Chua, J. H., & Litz, R. A. (2004). Comparing the agency costs of family and non-family firms: Conceptual issues and exploratory evidence. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 28(4), 335-354.
- Combs, J. G., Jaskiewicz, P., Ravi, R., & Walls, J. L. (2023). More bang for their buck: Why (and when) family firms better leverage corporate social responsibility. *Journal of Management*, 49(2), 575-605.
- Cruz, C., & Nordqvist, M. (2010). Entrepreneurial orientation in family firms: A generational perspective. *Small Business Economics*, 38(1), 33-49.
- Cruz, C., Larraza-Kintana, M., Garcés-Galdeano, L., & Berrone, P. (2014). Are family firms really more socially responsible? *Entrepreneurship Theory and Practice*, 38(6), 1295-1316.
- Cruz, C., Milanov, H., & Klein, J. (2023). It's a family affair: A case for consistency in family foundation giving and family firm community CSR activity. *Journal of Business Ethics*.
- Doluc, H., Wagner, M., & Block, J. (2018). Sustainability and environmental behaviour in family firms: A longitudinal analysis of environment-related activities, innovation and performance. *Business Strategy and the Environment*, 27(1), 152-172.
- Duran, P., Kammerlander, N., Essen, M. van, & Zellweger, T. (2016). Doing more with less: Innovation input and output in family firms. *Academy of Management Journal*, 59(4), 1224-1264.
- European Commission. (2019). Overview of family-business-relevant issues: Research, networks, policy measures and existing studies.
- Faller, C. M., & zu Knyphausen-Aufseß, D. (2018). Does equity ownership matter for corporate social responsibility? A literature review of theories and recent empirical findings. *Journal of Business Ethics*, 150(1), 15-40.
- Gentry, R., Dibrell, C., & Kim, J. (2016). Long-term orientation in publicly traded family businesses: Evidence of a dominant logic. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 40(4), 733-757.
- Glover, J. L., & Reay, T. (2015). Sustaining the family business with minimal financial rewards: How do family farms continue? *Family Business Review*, 28(2), 163-177.
- Gómez-Mejia, L. R., Chirico, F., Martin, G., & Baù, M. (2023). Best among the worst or worst among the best? Socioemotional wealth and risk-performance returns for family and non-family firms under financial distress. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 47(4), 1031-1058.
- Gomez-Mejia, L. R., Cruz, C., Berrone, P., & De Castro, J. (2011). The bind that ties: Socioemotional wealth preservation in family firms. *Academy of Management Annals*, 5(1), 653-707.

- Gomez-Mejia, L. R., Nuñez-Nickel, M., & Gutiérrez, I. (2001). The role of family ties in agency contracts. *Academy of Management Journal*, 44(1), 81–95.
- He, T. T., Li, W. X. B., & Tang, G. Y. N. (2012). Dividends behavior in state- versus family-controlled firms: evidence from hong kong. *Journal of Business Ethics*, 110(1), 97–112.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *The Journal of Finance*, 54(2), 471-517.
- Le Breton-Miller, I., & Miller, D. (2018). Beyond the firm: Business families as entrepreneurs. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 42(4), 527–536.
- Lumpkin, G. T., Brigham, K. H., & Moss, T. W. (2010). Long-term orientation: Implications for the entrepreneurial orientation and performance of family businesses. *Entrepreneurship & Regional Development*, 22(3–4), 241–264.
- Madden, L., McMillan, A., & Harris, O. (2020). Drivers of selectivity in family firms: Understanding the impact of age and ownership on CSR. *Journal of Family Business Strategy*, 11(2), 100335.
- Marques, P., Presas, P., & Simon, A. (2014). The heterogeneity of family firms in CSR engagement: The role of values. *Family Business Review*, 27(3), 206–227.
- Maury, B. (2006). Family ownership and firm performance: Empirical evidence from western european corporations. *Journal of Corporate Finance*, 12(2), 321-341.
- Miller, D., & Le Breton-Miller, I. (2006). Family governance and firm performance: Agency, stewardship, and capabilities. *Family Business Review*, 19(1), 73–87.
- Miller, D., Le Breton-Miller, I., & Scholnick, B. (2008). Stewardship vs. stagnation: An empirical comparison of small family and non-family businesses. *Journal of Management Studies*, 45(1), 51–78. *bth*.
- Miller, D., Steier, L., & Le Breton-Miller, I. (2003). Lost in time: Intergenerational succession, change, and failure in family business. *Journal of Business Venturing*, 18(4), 513-531.
- Molly, V., Uhlener, L. M., Massis, A. D., & Laveren, E. (2019). Family-centered goals, family board representation, and debt financing. *Small Business Economics*, 53(1), 269–286.
- Morck, R., & Yeung, B. (2003). Agency problems in large family business groups. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 27(4), 367–382.
- Raitis, J., Sasaki, I., & Kotlar, J. (2021). System-spanning values work and entrepreneurial growth in family firms. *Journal of Management Studies*, 58(1), 104–134.
- Reck, F. S., Fischer, D., & Brettel, M. (2022). Ethical decision-making in family firms: The role of employee identification. *Journal of Business Ethics*, 180(2), 651–673.
- Richards, M., Kammerlander, N., & Zellweger, T. (2019). Listening to the heart or the head? exploring the “willingness versus ability” succession dilemma. *Family Business Review*, 32(4), 330–353.
- Samara, G., Jamali, D., Sierra, V., & Parada, M. J. (2018). Who are the best performers? The environmental social performance of family firms. *Journal of Family Business Strategy*, 9(1), 33–43.
- Schulze, W. S., Lubatkin, M. H., Dino, R. N., & Buchholtz, A. K. (2001). Agency relationships in family firms: Theory and evidence. *Organization Science*, 12(2), 99–116.
- Villalonga, B., & Amit, R. (2006). How do family ownership, control and management affect firm value?. *Journal of Financial Economics*, 80(2), 385-417.
- Wright, C., & Nyberg, D. (2017). An inconvenient truth: How organizations translate climate change into business as usual. *Academy of Management Journal*, 60(5), 1633–1661.
- Yu, E. P., Guo, C. Q., & Luu, B. V. (2018). Environmental, social and governance transparency and firm value. *Business Strategy and the Environment*, 27(7), 987–1004.
- Zellweger, T. M., & Nason, R. S. (2008). A stakeholder perspective on family firm performance. *Family Business Review*, 21(3), 203–216.
- Zellweger, T., & Kammerlander, N. (2015). Family, wealth, and governance: An agency account. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 39(6), 1281–1303.

Note legali

Tutte le informazioni e le opinioni espresse nella presente documentazione sono state ottenute da fonti ritenute affidabili e in buona fede, ma non viene rilasciata alcuna dichiarazione o garanzia, espressa o implicita, quanto alla loro correttezza o completezza. Le informazioni e le opinioni espresse nella presente pubblicazione, nonché qualsiasi eventuale prezzo indicato sono stati formulati alla data di scrittura della presente e sono soggetti a variazioni senza preavviso. La presente pubblicazione è intesa a **solli fini informativi generali e non costituisce alcuna offerta**, sollecitazione di offerta o invito da parte di o per conto di Cornèr Banca **ad acquistare o vendere alcun titolo o strumento finanziario correlato o a partecipare ad alcuna particolare strategia di negoziazione in alcuna giurisdizione**. La presente documentazione non costituisce un'analisi finanziaria ai sensi delle Direttive per la salvaguardia dell'indipendenza dell'analisi finanziaria emesse dall'Associazione Svizzera dei Banchieri e nemmeno pubblicità ai sensi dell'art. 68 della Legge federale sui servizi finanziari. Altre entità di Cornèr Banca possono aver emesso, e potrebbero emettere in futuro, altre pubblicazioni non coerenti con le informazioni presentate nella pubblicazione in oggetto e trarre conclusioni diverse dalle stesse.

Adeguatezza: Gli eventuali investimenti nelle classi di attivi citati nella presente pubblicazione possono non essere adeguati per tutti i destinatari. **La presente pubblicazione è stata predisposta senza tener conto degli obiettivi, della situazione finanziaria o delle esigenze di ogni particolare investitore.** Prima di effettuare una qualsiasi operazione, gli investitori dovrebbero tener conto dell'adeguatezza dell'operazione alle circostanze e obiettivi individuali. Qualsiasi investimento o negoziazione o altra decisione deve essere effettuato(a) o presa dal cliente solo dopo un'accurata lettura del term sheet rilevante del prodotto, del contratto di sottoscrizione, del memorandum informativo, del prospetto o di altro documento d'offerta relativi all'emissione dei titoli o di altri strumenti finanziari, qualora menzionati, a mero titolo informativo, nella presente pubblicazione. **La presente pubblicazione non costituisce in alcuna sua parte una consulenza agli investimenti, legale, contabile o fiscale, né la dichiarazione che un qualsiasi investimento o una qualsiasi strategia sia adeguato(a) o appropriato(a) rispetto alle circostanze individuali o costituisca una raccomandazione personale a qualsiasi investitore specifico.** Qualsiasi eventuale riferimento a un particolare regime fiscale dipende dalle circostanze individuali di ciascun investitore e può essere soggetto a future modifiche. Cornèr Banca raccomanda agli investitori di valutare indipendentemente, con l'ausilio di un consulente professionale, i rischi finanziari specifici, nonché le conseguenze di carattere legale, regolamentare, creditizio, fiscale e contabile.

Informazioni / previsioni a cui viene fatto riferimento: Nonostante le informazioni e i dati contenuti nella presente siano stati ottenuti da fonti ritenute affidabili, non viene rilasciata alcuna dichiarazione quanto al fatto che le stesse siano corrette o complete. In particolare, le informazioni fornite nella presente pubblicazione possono non coprire tutte le informazioni rilevanti sul tema finanziario specifico (incluso, per esempio, qualsiasi strumento finanziario o emittente di tale strumento). Cornèr Banca SA e le sue affiliate declinano qualsivoglia responsabilità per qualsiasi perdita derivante dall'uso della presente pubblicazione. Fonti importanti per la produzione della presente pubblicazione sono p.es. il Fornitore, media nazionali e internazionali, servizi di informazione, database pubblicamente disponibili, riviste e quotidiani economici, informazioni aziendali pubblicamente disponibili, pubblicazioni di agenzie di rating. Qualora riportati, rating e stime contenuti nella presente pubblicazione sono chiaramente evidenziati come tali. Tutte le informazioni e i dati utilizzati per la presente pubblicazione sono relativi a circostanze passate o presenti e possono variare in qualsiasi momento senza preavviso. Eventuali affermazioni contenute nella presente pubblicazione riguardo a strumenti finanziari o a emittenti di strumenti finanziari sono relative alla data di produzione della presente pubblicazione. Tali affermazioni si basano su molteplici fattori soggetti a continue modifiche. Un'affermazione contenuta nella presente pubblicazione può, quindi, diventare imprecisa senza che ciò venga pubblicato. Il potenziale rischio relativo ad affermazioni e aspettative espresse nella presente pubblicazione può derivare da sviluppi specifici dell'emittente e sviluppi generali (p.es. di carattere politico, economico, legati al mercato, ecc.).

Rischio: Il prezzo, il valore e il reddito derivante da investimenti in una qualsiasi delle classi di attivi eventualmente citate nella presente pubblica-

zione possono diminuire e aumentare e gli investitori possono non recuperare l'importo investito. I rischi implicati in una qualsiasi delle classi di attivi eventualmente citate nella presente pubblicazione possono includere, fra l'altro, rischi di mercato, rischi di credito, rischi di valuta, rischi politici e rischi economici. Gli investimenti in mercati emergenti sono speculativi e possono essere notevolmente più volatili rispetto agli investimenti in mercati consolidati. **Il rendimento passato non è un indicatore affidabile di risultati futuri. Le previsioni di rendimento non sono un indicatore affidabile del rendimento futuro.** Qualsiasi investimento dovrebbe essere effettuato solo dopo un'accurata lettura dei prospetti vigenti e/o di altra documentazione/altre informazioni disponibile(i).

Varie: Un'entità di Cornèr Banca può, entro i limiti consentiti dalla legge, partecipare a o investire in altre operazioni finanziarie con le emittenti di titoli a cui si fa eventualmente riferimento nella presente ed erogare servizi o sollecitare attività da tali emittenti, così come detenere una posizione o effettuare operazioni nei relativi titoli o nelle relative opzioni, o avere un qualsiasi altro interesse finanziario preponderante relativamente alle emittenti dei titoli di cui al presente documento e/o averlo fatto/avuto in passato.

Informazioni importanti sulla distribuzione

LA PRESENTE PUBBLICAZIONE PUÒ ESSERE DISTRIBUITA SOLO IN PAESI DOVE TALE DISTRIBUZIONE È LEGALMENTE CONSENTITA. LE PRESENTI INFORMAZIONI NON SONO INDIRIZZATE AD ALCUNA PERSONA IN ALCUNA GIURISDIZIONE DOVE (A CAUSA DELLA NAZIONALITÀ, DEL DOMICILIO O ALTRO) TALI PUBBLICAZIONI SONO VIETATE O DOVE CORNÈR BANCA SA O UNA QUALSIASI DELLE SUE AFFILIATE NON DISPONGA DELLA NECESSARIA ISCRIZIONE, LICENZA O AUTORIZZAZIONE. PIÙ SPECIFICAMENTE, LA PRESENTE PUBBLICAZIONE NON È DISPONIBILE E NON PUÒ ESSERE INVIATA O PORTATA IN GIAPPONE, CANADA, SUDAFRICA, AUSTRALIA, COREA DEL SUD E STATI UNITI.

Cornèr Banca vieta espressamente la distribuzione e il trasferimento della presente documentazione a terzi per qualsiasi ragione. Cornèr Banca declina qualsivoglia responsabilità per qualsiasi pretesa o azione legale da parte di qualsiasi terzo derivante dall'uso o distribuzione di detta documentazione.

Gestori patrimoniali esterni/Consulenti finanziari esterni: Qualora la presente pubblicazione sia fornita a un Gestore patrimoniale esterno o a un Consulente finanziario esterno, Cornèr Banca vieta espressamente che venga redistribuita dal Gestore patrimoniale esterno o dal Consulente finanziario esterno e messa a disposizione dei loro clienti e/o di terzi. Al ricevimento di una qualsiasi pubblicazione, il Gestore patrimoniale esterno o il Consulente finanziario esterno conferma che eseguirà la propria analisi indipendente e assumerà le proprie decisioni di investimento indipendenti.

La presente pubblicazione può contenere informazioni ottenute da terzi, in particolare da fornitori primari di informazioni finanziarie, (p.es. relativamente a rendimenti, indici e settori). La riproduzione e distribuzione di contenuto di terzi in qualsiasi forma è proibita salvo che non sussista l'autorizzazione scritta del relativo terzo. La Banca (inclusi gli Autori) non garantisce la correttezza, completezza, tempestività o disponibilità di alcuna informazione, inclusi rating o ricerca, e non risponde di alcun errore od omissione (dovuti a negligenza o ad altro), a prescindere dalla causa, né dei risultati ottenuti in seguito all'utilizzo di tale contenuto. La Banca (inclusi gli Autori) non rilascia alcuna garanzia espressa o tacita, incluse fra l'altro garanzie di commerciabilità o idoneità per un particolare scopo od uso. I rating del credito e/o di qualsiasi altro tipo, i rendimenti, le previsioni e qualsiasi altro indicatore a cui si faccia riferimento nella presente pubblicazione sono dichiarazioni di opinioni e non dichiarazioni di fatto o raccomandazioni di acquistare, detenere o vendere titoli. Non riguardano il valore di mercato di titoli o l'adeguatezza di titoli a scopi di investimento e non devono essere considerati alla stregua di una consulenza agli investimenti.

**Sede Principale****Cornèr Banca SA**

Via Canova 16, 6901 Lugano_Switzerland
Tel. + 41 91 800 51 11, Fax + 41 91 800 53 49
corner.ch / info@corner.ch

Succursali**Chiasso**

Via Bossi 23, 6830 Chiasso_Switzerland
Tel. + 41 91 800 35 80, Fax + 41 91 800 35 99
corner.ch / info@corner.ch

Genève

Rue de la Confédération 5, 1204 Genève_Switzerland
Tél. + 41 22 816 17 00, Fax + 41 22 816 17 29
corner.ch / info@corner.ch

Locarno

Via alla Ramogna 14, 6600 Locarno_Switzerland
Tel. + 41 91 756 36 11, Fax + 41 91 756 36 59
corner.ch / info@corner.ch

Zürich

Tödistrasse 27, 8002 Zürich_Switzerland
Tel. + 41 44 218 10 20, Fax + 41 44 218 10 39
corner.ch / info@corner.ch

Agenzie**Ascona, Cassarate, Paradiso, Pregassona****CornèrCard**

Via Canova 16, 6901 Lugano_Switzerland
Tel. + 41 91 800 41 41, Fax + 41 91 800 55 66
cornercard.ch / info@cornercard.ch

BonusCard

Postfach, 8021 Zürich_Switzerland
Tel. + 41 44 220 42 00, Fax + 41 44 212 24 28
bonuscard.ch / info@bonuscard.ch

Cornèrtrader

Tödistrasse 27, 8002 Zürich_Switzerland
Tel. + 41 58 880 80 80, Fax + 41 58 880 80 81
cornertrader.ch / info@cornertrader.ch

**Affiliate****Cornèr Bank (Overseas) Limited**

Lyford Cay House, 5th Floor, Western Road, P.O Box N-7134
Tel. + 1 242 394 4977, Fax + 1 242 394 5264
corner.bs / info@corner.bs

Cornèr Europe AG

Städtle 17, 9490 Vaduz_Liechtenstein
Tel. +423 388 99 99
cornercard.eu / info@cornercard.eu

Finpromotion SA

Piazza Manzoni 3, 6900 Lugano_Switzerland C.P. 1469
Tel. + 41 91 923 62 64
finpromotion.ch / info@finpromotion.ch



Comer Banca SA // Via Canova 16 // 6901 Lugano_Switzerland
Tel. + 41 91 800 51 11, Fax +41 91 800 53 49 // comer.ch // info@comer.ch