

GOVERNANCE 4 CHANGE

**Preparare il cambiamento: la governance
familiare nell'apertura del capitale**

ISSUE 02 - Settembre 2026



POLIMI SCHOOL OF
MANAGEMENT



INNOVATION,
STRATEGY AND
FAMILY BUSINESS

Legance

CONTENTS

00. EXECUTIVE SUMMARY	4
01. APERTURA	6
02. PREPARARSI	8
a. Se e perché aprire	
i. Chi arriva al tavolo	
ii. Perché si apre	
iii. L'obiettivo vero	
b. Cosa significa davvero aprire: la traiettoria di controllo	
i. Ciò che si lascia	
ii. Il primo bivio: maggioranza o minoranza	
iii. Il controllo si cede a stadi	
iv. La traiettoria si sceglie prima del tavolo	
c. Arrivare compatti e in ordine	
i. Uniti davanti al mercato	
ii. La negoziazione non perdona le fratture	
iii. Mettere ordine in casa	
03. NEGOZIARE	18
a. L'architettura al tavolo: diritti e ruoli	
i. I diritti: la traiettoria scritta nei patti	
ii. I ruoli: chi comanda, chi gestisce, chi possiede	
b. Progettare l'uscita	
i. Da un fondo all'altro	
c. Cosa tiene in piedi un'operazione	
i. Il valore va comunicato	
ii. L'advisor, e i suoi limiti	
iii. Perché saltano, e cosa le tiene in piedi	
04. CONCLUSIONI E PROSPETTIVE	26
a. Conclusioni	
b. What's next: dopo il closing	
05. TOOLKIT - L'ORDINE PATRIMONIALE: SEI VERIFICHE PRIMA DI APRIRE	28



Il secondo numero della serie Governance 4 Change accompagna le famiglie imprenditoriali nell'apertura del capitale a un investitore istituzionale, dalla decisione iniziale fino alla firma degli accordi.

Il percorso coperto è quello della preparazione e della negoziazione; la convivenza con il nuovo socio, dopo il *closing*, sarà invece la materia del prossimo numero. Le pagine sono scritte per chi guida un'impresa familiare e per i professionisti che la affiancano, e non presuppongono familiarità con questo tipo di operazioni.

La prima parte copre ciò che avviene prima del tavolo negoziale: le domande da sciogliere in famiglia sul se e sul perché aprire il proprio capitale a terzi, la scelta della traiettoria di controllo, vale a dire quanto cedere, in quante tappe e fino a dove spingersi. Lì stanno anche i due compiti che rendono una famiglia credibile per un investitore: la coesione interna e l'ordine patrimoniale. La seconda parte entra nella negoziazione con il terzo: i diritti e i ruoli con cui l'architettura di *governance* prende forma insieme all'investitore, le regole dell'uscita, che si scrivono al momento dell'ingresso, e ciò che nella pratica fa arrivare in porto le operazioni. Chiudono il documento un capitolo che guarda a dopo il *closing* e un *toolkit* con le verifiche sull'ordine patrimoniale.

Alla base del lavoro ci sono nove professionisti, sentiti in una campagna di interviste svolta in due riprese: sette accompagnano queste operazioni per mestiere dal versante legale, fiscale e finanziario, uno siede di regola dal lato della famiglia, uno investe. Le loro parole compaiono come virgolettati testuali, anonimi e attribuiti per ruolo; i casi aziendali nominati sono ricostruiti da fonti pubbliche e verificati. Questo punto di osservazione ha una forza e due limiti che il lettore deve conoscere.

La forza è l'esperienza trasversale su decine di operazioni, che nessuna famiglia da sola può maturare. Il primo limite è che le famiglie non sono state intervistate direttamente, e la loro prospettiva arriva riflessa negli occhi di chi le assiste; il secondo è che un campione fatto in prevalenza di consulenti tende a confermarne il valore, e queste pagine vanno lette sapendolo.

Le esperienze raccolte convergono su tre messaggi.

Primo. La preparazione è una preconditione, non un perfezionamento: gli investitori scelgono famiglie già in ordine, e questa selezione avviene in silenzio, molto prima della trattativa.

Secondo. Aprire il capitale significa scegliere una traiettoria di controllo: quanto cedere subito, che cosa trattenere, per quanto tempo e fino a dove spingersi. Le famiglie che arrivano meglio al tavolo hanno compiuto questa scelta prima, quando erano ancora libere di farla.

Terzo. L'uscita dell'investitore si progetta al momento dell'ingresso: chi entra ha già deciso che uscirà, e le condizioni di quel passaggio, comprese quelle che riguardano la famiglia, si scrivono nei patti del primo giorno.



Aprire il capitale della propria azienda a un investitore istituzionale tocca qualcosa che va oltre i numeri: il ruolo di chi la guida, l'identità di una famiglia, spesso la storia di un territorio. Questo documento parte da qui, e lo fa con una tesi precisa: la *governance* familiare va trattata come la **precondizione** di un'apertura riuscita, più che come il suo esito. L'investitore che entra porta domande a cui l'assetto pensato per l'ordinaria amministrazione non sa rispondere: chi decide, con quali diritti, per quanto tempo, con quale via d'uscita. La famiglia che si è preparata sceglie le risposte; quella che non lo ha fatto le subisce, o rinuncia a muoversi. Il fenomeno, intanto, ha smesso di essere un'eccezione. Nel 2025 il Private Equity Monitor della LIUC ha censito 551 operazioni in Italia, massimo storico dell'osservatorio e quasi un terzo in più dell'anno precedente; di queste, circa due su tre hanno avuto origine da imprese familiari e private. La ricerca dello stesso ateneo dedicata alle aziende di famiglia conta oltre mille duecento investimenti in un decennio, con una media annua più che raddoppiata nella seconda metà del periodo.¹ Il mercato italiano del *private equity*, in altre parole, cammina in larga parte su gambe familiari. Si è allargato anche il ventaglio degli investitori: accanto al fondo tradizionale ci sono *family office* che affiancano altre famiglie, *club* di investitori, compratori industriali, società già in portafoglio a un fondo che aggregano i concorrenti. Nel solo 2025 le operazioni riconducibili a *family office* e holding sono passate dal 4 al 19 per cento del totale. Conviene ragionare sull'intero spettro, perché a interlocutori diversi corrispondono patti, orizzonti e convivenze diversi. In queste pagine, però, si scriverà quasi sempre "fondo": è l'interlocutore su cui si è formata l'esperienza degli intervistati, ed è il caso più frequente. Gran parte di ciò che segue vale per qualunque investitore; dove pesa la specificità del fondo, a cominciare dal suo orizzonte a termine, il testo lo segnala. L'adozione, poi, procede per emulazione, raccontano gli intervistati: «è un po' come rompere una diga», una volta che i primi casi di una filiera funzionano, gli altri prendono l'operazione in considerazione.

Questo numero della serie Governance 4 Change è il verticale promesso dal primo: là la mappa del cambiamento e le sue direttrici, qui il percorso di chi lo affronta nella forma più impegnativa, l'ingresso di capitale esterno. Il perimetro è dichiarato: la preparazione e la negoziazione, fino alla firma dei contratti; il perfezionamento dell'operazione, che segue la firma di settimane o di mesi, e poi la convivenza con il socio saranno il territorio del prossimo numero. Ed è dichiarato anche il punto di osservazione: ciò che segue è distillato da una campagna di interviste, in due riprese, con nove professionisti che queste operazioni le costruiscono, avvocati, fiscalisti, *advisor*, un investitore. La sua forza è la sezione trasversale su molti casi; il suo limite, da tenere presente leggendo, è l'assenza della testimonianza diretta delle famiglie. Il registro segue di conseguenza: queste pagine riportano ciò che i professionisti consigliano, avvertenze comprese.

Alcune delle affermazioni raccolte danno la misura del percorso, e torneranno sviluppate nelle pagine che seguono. Aprire il capitale ridisegna sempre proprietà, controllo, ruoli e orizzonte di liquidità, e nella forma più diffusa avvia di fatto una vendita per tappe. Il breve termine del fondo, di per sé, pesa meno del valore che nessuno ha saputo comunicare. La disunione familiare, infine, costa più di uno sconto sul prezzo, perché può rendere una famiglia non investibile.

Le due chiavi di lettura

Due fili sorreggono le pagine che seguono. Nominarli adesso serve a riconoscerli mentre scorrono, e a ritrovarli quando servirà rileggere.

Il primo è il **disaccoppiamento** delle tre *governance*.

Nel fondatore coincidevano tre sistemi di governo: quello della famiglia, quello dell'impresa, quello della proprietà.

Il primo numero della serie li ha rappresentati con il modello dei tre cerchi; l'apertura del capitale è il momento in cui i tre piani si separano per forza di cose, la famiglia verso la rappresentanza, la gestione verso manager scelti con il fondo, la proprietà verso il veicolo dell'operazione. Gran parte del capitolo sulla negoziazione è il racconto di questa separazione. Da non confondere con il triangolo famiglia-patrimonio-impresa che comparirà a proposito dell'ordine patrimoniale: quello descrive dove sta il baricentro dei beni, questo chi governa che cosa.

Il secondo è lo **snodo** che lega obiettivi e traiettoria di controllo. La catena osservata dagli intervistati è ricorrente: l'obiettivo reale della famiglia, spesso taciuto, determina la traiettoria; la traiettoria fissa l'assetto, i ruoli e le regole d'uscita; e la negoziazione, mettendo tutto per iscritto, misura la coesione e finisce per rivelare l'obiettivo di partenza. È la ragione per cui queste pagine insistono tanto sul nominare l'obiettivo e scegliere la traiettoria prima di sedersi al tavolo: tutto il resto ne discende.

¹ Osservatorio Private Equity Monitor (PEM), LIUC Business School, Rapporto 2025; LIUC, Private Equity e Aziende Familiari, novembre 2024. Dalle due fonti provengono anche i dati richiamati più avanti: quote di buy out e di expansion, reinvestimento della famiglia, presenza familiare negli organi, operatori internazionali, peso di family office e holding.

02



PREPARARSI

02.a Se e perché aprire

La preparazione comincia da due domande oneste: questa famiglia è nelle condizioni di arrivare al tavolo negoziale, e sa perché vuole arrivarci? La prima domanda seleziona più di quanto si creda. «Chi non è preparato rischia di non farla proprio, l'apertura: resta come sta», osserva un fiscalista. Le famiglie che si vedono in trattativa sono quindi già passate per una **selezione silenziosa**; e i bersagli migliori, raccontano dal lato dei fondi, arrivano dopo essere stati «chiamati e martellati» per dieci o vent'anni da investitori di ogni tipo. Costruire le relazioni con il mercato molto prima di averne bisogno fa parte della preparazione quanto qualunque adempimento tecnico.

i. Chi arriva al tavolo

Il punto di partenza è capire che tipo di famiglia si è. «Dire "famiglia" vuol dire tutto e nulla», premette un avvocato che assiste gli investitori: c'è la realtà dove si fa tutto in casa, senza cultura giuridica; la famiglia intermedia, abbastanza strutturata da avere un commercialista di fiducia e qualche funzione interna; e le famiglie di primo ordine, che con i fondi dialogano abitualmente. Tra un gradino e l'altro «cambiano tutte le risposte»: gli interlocutori disponibili, la lingua della negoziazione, i margini per trattare. La collocazione dipende dalla cultura prima che dalla dimensione, anche se la dimensione pesa: nelle imprese più piccole e nei settori poco regolati impresa e famiglia restano un tutt'uno, con i costi personali che spesso si ritrovano dentro i conti aziendali, mentre la media impresa dai bilanci certificati una disciplina se l'è già data. Al gradino più basso corrisponde anche il problema più concreto, sapere a chi bussare: «si conosce la parola "fondi", ma poi dove vado?». L'accesso al mercato passa quasi sempre da una figura di fiducia già in casa, il commercialista o il legale storico, che fa da tramite verso gli *advisor* e gli investitori.

ii. Perché si apre

Sul perché, i professionisti distinguono due moventi madre. C'è l'apertura per crescita: l'azienda è arrivata al massimo di ciò che poteva fare con le proprie forze e cerca capitali e competenze per l'estero, le acquisizioni, la scala che i concorrenti impongono. C'è poi l'apertura per ricambio: la generazione al comando passa la mano e in famiglia non c'è chi voglia, o possa, continuare. I due moventi spesso convivono, ma lasciano impronte diverse sulla forma dell'operazione, al punto che la forma è essa stessa un indizio del movente reale: «quando la motivazione è il ricambio generazionale, molto spesso la vendita è totale»; quando è la crescita, la vendita è parziale e chi guida reinveste. Un terzo movente ricorrente è l'aggregazione: il fondo come regista di un polo di filiera che le aziende, per individualismo e per ego, da sole non costruirebbero mai; nella realtà operativa, notano gli intervistati, il tanto invocato fare sistema resta lettera morta finché non arriva un terzo con il capitale e la forza di imporlo.

Attorno a questi moventi si muovono le spinte che rompono lo *status quo*: quelle interne, un lutto, una malattia, una separazione, un contrasto che la *governance* non riesce più a contenere; e quelle esterne, la concorrenza che cresce, l'internazionalizzazione obbligata, la stazza minima per restare in gara. C'è poi il movente più sociologico dell'imprenditore appagato: superata la soglia dei cinquant'anni, con la famiglia ormai al sicuro, si chiede perché continuare a spendersi, e monetizza per godersi il risultato. Chi lo riporta osserva anche un gradiente generazionale, con le generazioni più giovani meno legate visceralmente all'azienda e più pronte ad aprirla.

Il fondo, infine, non è l'unica strada: per la stessa crescita esistono la borsa e il *partner*, e le due vie hanno profili opposti. «Il mercato [la borsa] è meno conflittuale, però richiede una maggiore maturità organizzativa», ricorda un avvocato societario, mentre il partner arriva anche in una fase più acerba dello sviluppo, e proprio per questo genera più attrito. Una soluzione migliore in astratto non esiste: dipende dal punto del percorso in cui l'impresa si trova.

iii. L'obiettivo vero

Resta la domanda più scivolosa, quella sull'obiettivo. I moventi dichiarati non coincidono sempre con quelli reali: «ognuno vende un po' come vuole», e il processo non prevede nemmeno che una motivazione venga messa agli atti. Lo stesso avvocato arriva al cuore:

«Lo scopo è la cosa più difficile da capire; a volte non c'è il coraggio di rivelarlo integralmente neppure agli altri.»

Un avvocato societario

Nemmeno tra i familiari. Dietro un'apertura può esserci un riassetto non dichiarato degli equilibri interni, il ridimensionamento silenzioso di un ramo, o l'impossibilità di continuare da soli. Su quest'ultimo punto gli intervistati mettono in guardia: al tavolo si arriva bene da posizione di forza, «in un momento in cui si vive bene da soli», mentre chi cerca il partner perché non è più capace di funzionare per conto proprio vede spesso quei matrimoni finire male. Nelle preparazioni riuscite raccontate dai professionisti c'è sempre una **fase diagnostica** interna: prima di andare sul mercato, la famiglia mette a confronto gli obiettivi dei suoi membri e dà un nome a quello vero. L'esperienza insegna che un obiettivo taciuto non sparisce: riemerge durante la negoziazione, nel momento in cui rimediare costa di più.

02.b Cosa significa davvero aprire: la traiettoria di controllo

Un passaggio viene prima di ogni tecnicismo, e i professionisti lo descrivono con parole quasi identiche tra loro.

«L'imprenditore che si rivolge a un fondo di fatto sta vendendo l'azienda: la vende, il controllo subito e il residuo dopo un po', però nella sua testa sta uscendo. Anche se lui rimane là, anche se ha un ruolo, non comanda più come prima.»

Un fiscalista

La chiama la prima difficoltà psicologica del percorso, e viene prima dei numeri. Aprire il capitale non significa sempre vendere l'azienda: significa sempre ridisegnare proprietà, controllo, ruoli e orizzonte di liquidità. Ma nella forma più diffusa, il *buyout* di maggioranza con reinvestimento della famiglia, la sostanza è quella che descrive il fiscalista: una vendita per gradi, a condizioni che si possono governare, lungo una direzione difficile da invertire. Il residuo che la famiglia conserva, in quella forma, è di norma destinato a essere monetizzato. Dal versante di chi assiste le famiglie la stessa esperienza viene raccontata con immagini ancora più nette («una volta che il fondo è entrato, è entrato»), e anche chi ha guidato fondi per una carriera riconosce che passare da padroni a soci, in casa propria, non è un passaggio psicologicamente banale.

La consapevolezza ha un valore pratico, prima ancora che emotivo: le famiglie che l'hanno acquisita per tempo negoziano con più chiarezza e scelgono i termini della propria evoluzione anziché subirli. Molti professionisti la considerano il contributo più prezioso che un buon *advisor* possa dare, ben prima di qualunque clausola.

i. Ciò che si lascia

Se questa lucidità è difficile da raggiungere, è perché tocca qualcosa che i numeri non misurano. Le famiglie imprenditoriali italiane hanno storicamente un fortissimo legame con l'impresa: «è tipo un figlio, ed è difficilissimo condividere il figlio con qualcun altro», racconta lo stesso fiscalista. Quel legame raramente riguarda solo il fondatore: è fatto di infanzie trascorse in azienda, di un cognome che coincide con un marchio e, spesso, di un ruolo sociale radicato nel territorio. «La finanza se la giocano a Milano, ma l'industria e il ruolo sociale se li giocano nelle cittadine», sintetizza un *advisor* delle famiglie. Essere la famiglia industriale del proprio paese diventa un'identità; e per imprenditori che hanno già tutto ciò che il denaro può dare, la domanda «se mi levi quello, io che faccio?» pesa quanto qualunque valutazione. Non sempre una buona offerta economica convince a vendere.

I professionisti restituiscono però con altrettanta onestà ciò che vedono quando la negoziazione comincia. La ragione prevalente delle vendite resta economica; le eccezioni esistono, «ma la norma è: in fondo, mi ha offerto tanto denaro», nelle parole di un avvocato che assiste gli investitori e che di fenomeni emotivi, al tavolo, dice di averne incontrati molti meno di quanti se ne aspetterebbe. Nella trattativa l'attaccamento tende a tradursi in richieste concrete: la continuità del progetto e delle persone, la certezza di non essere tagliati fuori, i compensi per il prosieguo, in un caso perfino cariche onorarie negoziate al posto di condizioni economiche. Le due letture non si contraddicono.

Il peso identitario agisce soprattutto sulla soglia, sul se aprire e a chi, dove può chiudere la porta prima ancora del primo incontro; una volta varcata la soglia, la partita si sposta su ciò che i contratti sanno scrivere: controllo, denaro, sorte delle singole persone. Tenere distinti i due piani aiuta a dare a ciascuno il suo posto.

ii. Il primo bivio: maggioranza o minoranza

Dentro la decisione di aprire, la prima questione che i professionisti aiutano a sciogliere è se cedere la maggioranza o una minoranza: da lì discendono il prezzo, la *governance*, i diritti negoziabili e perfino il tipo di interlocutore che si presenterà. Un compratore industriale punta di regola al cento per cento, perché cerca le sinergie; il fondo che compra per gestire vuole il controllo, e di norma chiede a chi resta in azienda di reinvestire.

Conviene però sapere che l'interlocutore non è sempre lo stesso, e che la differenza non è di stile ma di mestiere. Lo dice chi investe: «ci sono tipi di investitori passivi, magari un po' più *club deal*, *pension funds*, investitori di minoranza, che stanno là e lasciano che tutto vada; non è quello, nei fondi active, che fanno i manager di maggioranza». Accanto ai fondi si muovono anche i *family office*, dove «è un'altra famiglia che aiuta un'altra famiglia». Le configurazioni ricorrenti sono quattro: la cessione totale, l'acquisto della maggioranza con reinvestimento di chi vende, la minoranza per sostenere la crescita, l'investitore che entra e lascia fare, con orizzonti più lunghi.

Queste pagine descrivono per difetto la seconda, perché è largamente la più frequente. Nel censimento LIUC delle operazioni su aziende familiari i *buyout* sono l'86 per cento, e le operazioni di sola crescita sono scese dal 28 al 12 per cento nel secondo quinquennio; nel mercato del 2025 sono l'82 per cento. Dove per chi cede una minoranza il discorso cambia in modo sostanziale, il testo lo segnala.

La seconda avvertenza è meno intuitiva: la percentuale, da sola, dice poco. «Non conta se uno mantiene 49 o se uno mantiene 10: non c'è differenza», è la sintesi che arriva dal lato dei fondi, e riguarda i diritti: sotto la soglia del controllo il pacchetto che l'investitore mette sul tavolo è lo stesso, «sono sempre di minoranza quelli che gli offri». Sul piano del denaro la differenza resta netta, perché tra il 49 e il 10 cambiano i dividendi, l'esposizione al rischio e il valore del residuo alla vendita successiva. Ciò che conta, dunque, è il pacchetto di diritti che accompagna la quota: esistono minoranze negoziate con una *governance* che assicura comunque il controllo e,

all'inverso, anche un fondo fermo al trenta per cento difficilmente resta in silenzio. Per questo i professionisti ragionano in termini di controllo prima che di percentuale: che cosa la famiglia vuole poter ancora decidere, con quali diritti, in quali sedi. I numeri arrivano dopo.

iii. Il controllo si cede a stadi

Il terzo elemento è quello decisivo. Il controllo, nella pratica, si cede a stadi, e il reinvestimento è il meccanismo che li scandisce: la famiglia conserva una parte del capitale, direttamente o rientrando nel veicolo che l'investitore costituisce per l'operazione. Qui conviene fermarsi su una distinzione semplice e spesso trascurata: dove finisce il denaro. «Acquistando le partecipazioni direttamente dalle mani dell'imprenditore, chiamasi mercato secondario», spiega un avvocato societario; «mettendo denaro direttamente dentro la società» si finanzia invece la crescita, ed è «normalmente ciò che accade» quando lo scopo è svilupparsi. Nel primo caso l'incasso va ai soci, nel secondo resta in azienda, e nella stessa operazione le due cose si combinano. Sapere quale delle due si sta facendo, e in quale proporzione, cambia il senso di tutto il resto.

Su questo si innesta la sintesi che circola tra gli *advisor*, un'aritmetica volutamente paradossale: «se io vendo il 75% e reinvesto il 25%, è come se vendessi il 125%», perché quel 25 per cento, nel momento in cui verrà venduto a un valore cresciuto, «è il 50%». Il residuo, in questa prospettiva, è la *tranche* successiva della stessa vendita, e come tale viene trattato da chi prepara bene l'operazione. Non è soltanto un modo di dire degli *advisor*: la ricerca LIUC, per calcolare quanto rende l'operazione all'imprenditore, parte dall'ipotesi che al momento dell'uscita la famiglia monetizzi integralmente anche il reinvestimento.

Il reinvestimento ha una logica per entrambe le parti: per il fondo è una garanzia dell'impegno di chi ha venduto a restare sul progetto; per la famiglia significa partecipare alla crescita che l'operazione promette, visto che la valorizzazione della quota ceduta si riflette anche sul residuo. In qualche caso apre anche alle nuove generazioni l'ecosistema delle società partecipate dal fondo. La stessa ricerca dà la misura del fenomeno: la famiglia resta nell'azionariato in circa quattro operazioni su dieci, con un reinvestimento medio vicino al 30 per cento, non lontano dal 25 per cento dell'aritmetica appena vista. Cambia però la natura del rapporto: chi reinveste diventa un co-investitore, «quasi un rapporto tra pari», un socio tra soci in una casa che ha smesso di essere soltanto sua. Sull'orizzonte, poi, gli intervistati sono realisti: il fondo «quando vuole, vende», perché vendere con guadagno è il suo mestiere, e chi cede oggi una quota accetta nei fatti il rischio di cedere domani il cento per cento.

iv. La traiettoria si sceglie prima del tavolo

L'ultima consapevolezza riguarda chi disegna l'assetto. Di regola la famiglia arriva pensando a vendere, crescere o passare la mano, e scopre che il tema della *governance* le viene di fatto imposto dal fondo. La sede è tecnica: «lo statuto si negozia durante l'operazione, non è una cosa successiva, e viene allegato in bozza al contratto di acquisizione». Con la maggioranza del capitale, l'amministratore delegato viene scelto dal fondo, che in più della metà dei casi conferma un membro della famiglia, e il direttore finanziario è quasi sempre espressione dell'investitore. In questo gli intervistati non leggono ostilità: il fondo replica su ogni operazione le stesse protezioni, e le porta al tavolo come standard di mercato.

86%

è la quota di buyout nelle operazioni su aziende familiari

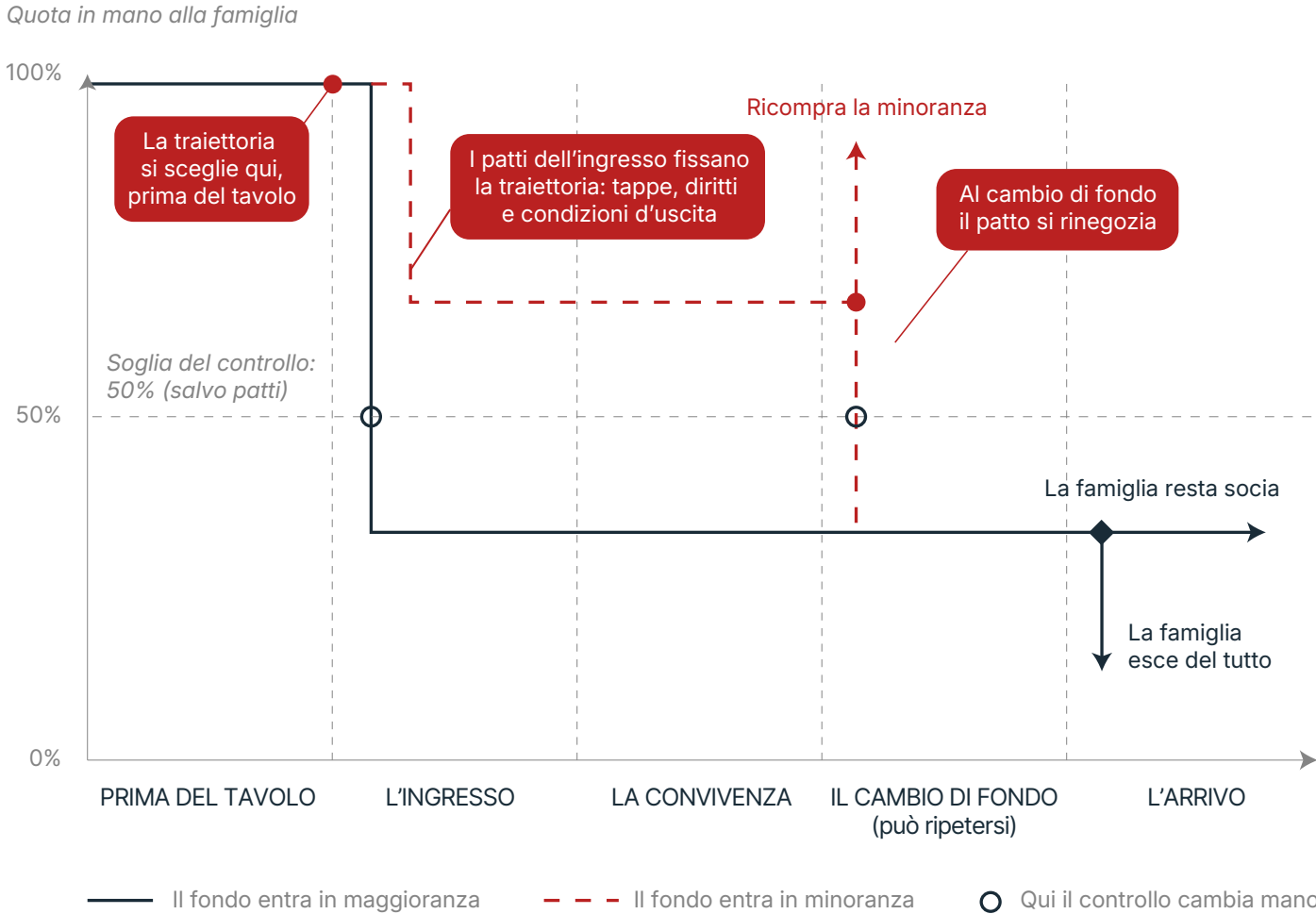
4 su 10

operazioni vedono la famiglia restare nell'azionariato

Proprio per questo la partita della famiglia si gioca prima. Le famiglie che arrivano meglio al tavolo hanno fissato la propria **traiettoria di controllo**, cioè quanto cedere subito, che cosa trattenere, per quanto tempo e fino a dove spingersi, prima di discutere la percentuale; e presidiano la *governance* dall'inizio, fin dalla lettera d'intenti, quando entrambe le parti vogliono capire chi governerà che cosa. Arrivare con una traiettoria scelta, e con le richieste che ne discendono, distingue la famiglia che negozia il proprio futuro da quella che ratifica l'assetto proposto dall'investitore.

La figura che segue riassume il percorso. La linea segue la quota in mano alla famiglia, perché è la grandezza misurabile; ma quello che decide è il controllo, e i due cerchietti segnano dove passa, con i patti che possono spostarlo rispetto alla soglia del cinquanta per cento. Quando entra un investitore finanziario la quota si cede a stadi: i patti dell'ingresso ne fissano le tappe, e il cambio di fondo, il passaggio dal primo al successivo, le rinegozia. Gli esiti possibili, però, sono più d'uno, e la strada non è segnata in partenza: la famiglia può restare socia, uscire del tutto o, se non ha ceduto il controllo, ricomprare la quota dell'investitore al momento della sua uscita.

Figura 1. La traiettoria di controllo



02.c Arrivare compatti e in ordine

Con la decisione a fuoco e la traiettoria scelta, la preparazione si concentra su due compiti: arrivare uniti e arrivare ordinati. Nessuno dei due è cosmesi. L'unità è una posizione negoziale; l'ordine patrimoniale condiziona gli assetti che si potranno costruire al tavolo.

i. Uniti davanti al mercato

Il fondo legge la compattezza della famiglia come parte dell'**investibilità** dell'azienda, e quando manca gli esiti osservati sono due, opposti e ugualmente costosi. Il primo: «se il fondo sa che c'è tensione tra i vari rami, ne approfitta», dice senza giri di parole un avvocato societario. Il secondo è più sottile: l'investitore di qualità, davanti a una famiglia divisa, semplicemente si ritira; dal lato dei fondi una compagine con visioni opposte viene definita una *recipe for disaster*, una ricetta per il disastro, e i casi di operazioni sfumate per fratture interne sono noti anche alle cronache. La coesione, al contrario, si costruisce prima del mercato.

Le famiglie preparate arrivano con un fronte allineato, spesso con «al massimo un rappresentante» per ramo dentro l'azienda e un protocollo di famiglia che regola insieme la *governance* e l'accesso dei membri al lavoro. Hanno affrontato per tempo le gelosie e le disparità accumulate, chi ha già ricevuto di più, chi beneficia del cognome comune, chi si sente escluso, tipicamente allocando a ciascuno qualcosa di suo. Hanno anche distinto presto chi vuole continuare da chi vuole monetizzare: una differenza fisiologica in quasi ogni generazione, dove convive chi vuole restare al timone con chi preferisce «prendere i soldi e andare a vivere alle Hawaii». Meglio saperlo prima che scoprirlo davanti all'investitore.

ii. La negoziazione non perdona le fratture

Le fratture vanno composte a monte per una ragione precisa: **la negoziazione le dilata**, se le trova aperte. Per molte famiglie la trattativa è la prima volta in cui si parla apertamente di denaro: cade «quel pudore per cui non si discuteva del patrimonio di famiglia», racconta un *advisor* delle famiglie, e le discussioni che ne nascono sorprendono per intensità. L'ingresso di un terzo, poi, «esacerba la conflittualità, non la mitiga»: il nuovo arrivato diventa un potenziale alleato per un ramo contro gli altri, e le maggioranze familiari imparano in fretta a usare l'aritmetica societaria come leva interna. Gli intervistati raccontano casi in cui il fondo, sapendo che chi guidava non voleva vendere, è passato dai rami non operativi («vuoi 50 milioni per la tua quota?») fino a costringere il riluttante; e aperture il cui obiettivo taciuto era «far fuori un ramo della famiglia» attraverso la diluizione.

Illudersi di tenere nascoste queste dinamiche non funziona: «sono cose che si fanno, non è che le scopri nella fase di due diligence», e un investitore che trova equilibri già traballanti, se entra, entra a condizioni da ristrutturazione, con le mani libere. La strada indicata dai professionisti è una sola: comporre le fratture prima, dentro la famiglia.

iii. Mettere ordine in casa

Il secondo compito è l'ordine. «Per vendere una casa devi mettere ordine in casa», ripete lo stesso *advisor*: la preparazione richiede almeno un anno e, prima ancora che tecnica, è culturale, un'educazione della famiglia a ciò che l'aspetta. Il perimetro è più largo dell'azienda: nelle famiglie imprenditoriali il patrimonio intreccia impresa, immobili, partecipazioni e beni indivisi, e ciò che non è stato allocato per tempo produce faide, come nelle comunioni ereditarie dove la villa di vacanza si spartisce a settimane alterne. La strutturazione fiscale e successoria fatta a monte, con gli strumenti del caso, holding, usufrutti, donazioni, condiziona poi gli assetti negoziabili. Il punto d'arrivo, dal lato del compratore, è invece chiaro: «l'investitore non vuole investire a più livelli», spiega un fiscalista, perché ogni livello in più è un fronte di lite in potenza; per vendere serve un **contenitore unico**, di cui si cede una parte, a maggior ragione se è previsto un reinvestimento. La strada per arrivarci, al contrario, non ha una regola: se, come e quando riorganizzare dipende dal caso, dai profili fiscali dei singoli soci, dagli obiettivi dell'operazione. Su un punto, però, gli intervistati convergono: ci si ragiona prima, mai a operazione iniziata. Le riorganizzazioni si perfezionano prima della vendita, al limite concordate con il compratore in un programma comune; comprare e riorganizzare dopo, nell'esperienza raccontata, non capita mai.

La pratica riuscita tiene insieme i due compiti: una famiglia che si presenta con una voce sola e una regola d'accesso chiara, e un patrimonio già in ordine quando il processo comincia, con un *advisor* che prepara a tutto campo. Il tempo investito a monte si ripaga due volte: al tavolo, dove unità e ordine si traducono in condizioni migliori, e dopo il *closing*, quando gli assetti costruiti male presentano il conto. Le verifiche dell'ordine patrimoniale sono raccolte in una *checklist* in chiusura del documento.

Messaggi chiave e lettura

- **Messaggio chiave.** Aprire il capitale significa scegliere una traiettoria di controllo: quanto cedere subito, che cosa trattenere, per quanto tempo e fino a dove spingersi. Le famiglie che arrivano meglio al tavolo hanno compiuto questa scelta prima, quando erano ancora libere di farla.
- **Segnale precoce.** Alla domanda «perché apriamo?» i membri della famiglia danno risposte diverse, o la evitano. Un obiettivo taciuto non sparisce: riemerge al tavolo, quando rimediare costa di più.
- **Domanda diagnostica.** Se un investitore serio bussasse domani, la famiglia saprebbe dire con una voce sola che cosa vuole ottenere, che cosa è disposta a cedere e chi parla per lei?



03.a L'architettura al tavolo: diritti e ruoli

L'assetto di *governance* che esce da un'operazione prende forma durante la negoziazione, insieme al fondo. Avere voce in quel disegno significa due cose: sapere quali leve chiedere e sapere come si ridisegneranno i ruoli. La partita si gioca in condizioni di asimmetria dichiarata: «il fondo fa deal, la famiglia no», è la formula che ricorre tra gli intervistati. L'investitore è seriale e arriva con richieste collaudate su decine di operazioni; dal lato della famiglia ognuno porta le proprie idiosincrasie, spesso alla prima esperienza e talvolta in difficoltà perfino con la lingua delle trattative, che è quasi sempre l'inglese. Il dettaglio pesa più di quanto sembri: quasi metà degli investimenti nelle aziende familiari italiane arriva da operatori internazionali. Le protezioni del fondo, si è visto, sono standard replicati su ogni operazione, e opporvisi frontalmente rende poco. La partita vera è un'altra: anche la famiglia ha il proprio catalogo di leve.

i. I diritti: la traiettoria scritta nei patti

Le sedi degli accordi sono due, con gerarchie diverse: lo statuto, che è pubblico, e il patto parasociale, tendenzialmente privato (almeno per le non quotate), dove vanno «le cose molto più delicate». È lì che la traiettoria di controllo scelta dalla famiglia si traduce in meccanismi. Il più caratteristico è la **divaricazione** tra proprietà e controllo: il voto plurimo, ricorda un avvocato societario, è tra gli «strumenti di divaricazione» che consentono al nucleo familiare di monetizzare la proprietà senza cedere il comando. La flessibilità è ormai tale che quota di capitale, diritti economici e diritti di *governance* si dosano quasi indipendentemente l'uno dall'altro, con un solo vincolo di realismo: gli aspetti economici seguono i valori, e nessun investitore accetta flussi non congrui rispetto a ciò che apporta. Seguono i veti e le materie riservate, la cui natura dipende dalla posizione: chi resta in maggioranza li negozia in chiave difensiva, per proteggere ciò che tiene; chi cede una minoranza li concede al fondo come assicurazione. Anche da posizione minoritaria, però, il fondo non entra passivo: «vuole scegliere il CFO», osserva un fiscalista, e qualche diritto di veto se lo porta a casa comunque. La bussola, più delle poltrone, sono i poteri: «il tema non è tanto “dove mi siedo io che ho venduto”, ma “che poteri mi daranno”».

Chiudono il catalogo le clausole che decidono la sorte dei singoli: quelle di *good e bad leaver*, che stabiliscono che cosa accade alla partecipazione di chi lascia l'azienda, e a quale prezzo, a seconda delle circostanze dell'uscita. Su un piano diverso stanno le dichiarazioni e garanzie: appartengono al contratto di compravendita, ma pesano sulla compagine perché va deciso chi le rilascia e chi no, e la scelta può spaccare una famiglia. Su queste partite il negoziato tocca estremi speculari: c'è il familiare indispensabile che il fondo vuole trattenere e far reinvestire, e c'è il membro chiacchierato di cui pretende l'uscita totale, «io voglio che venda il 100%, esca e non ci sia dentro», al limite con contratti paralleli a prezzi diversi. Il tratto comune è la sartorialità: gli strumenti esistono per ogni taglia, purché restino funzionali allo scopo.

ii. I ruoli: chi comanda, chi gestisce, chi possiede

L'altra metà dell'architettura riguarda le persone, e parte da un difetto storico che gli intervistati nominano senza indulgenza: l'impresa familiare italiana si è managerializzata poco e tardi, e l'adagio «la prima generazione costruisce, la seconda più o meno gestisce, la terza distrugge» descrive un rischio che in alcuni settori si è già consumato.

6 su 10

amministratori delegati restano espressione della famiglia anche dopo l'ingresso del fondo

L'ingresso del fondo, sotto questo profilo, è insieme diagnosi e cura. La managerializzazione diventa quasi automatica, perché il fondo «deve mettere delle persone, non può fare affidamento solo sulla famiglia»; porta figure di livello superiore, che una media impresa da sola non attrarrebbe, e dà alla famiglia la forza di imporre ciò che al proprio interno non riusciva a imporsi. È in questo passaggio che si separano tre piani rimasti fusi per generazioni nella persona del fondatore: la famiglia si sposta sulla rappresentanza, spesso una presidenza di peso istituzionale più che operativo; la gestione passa a manager scelti insieme; la proprietà si riorganizza attorno al veicolo dell'operazione. L'obiettivo del fondo è dichiarato, e conviene conoscerlo fin dall'inizio: costruire un'azienda che, «quando la rivendi, non sei dipendente dalla famiglia».

Dentro questo disegno l'investitore compie una scelta precisa sulle persone: **punta su un solo familiare**, quello che manda avanti l'azienda, ne fa il proprio punto di riferimento e lo fa reinvestire. La ragione che il fondo dà non è l'antipatia, ma la velocità della decisione: «vuole evitare il disordine familiare tra quelli che litigano», spiega lo stesso fiscalista; e quanto agli altri, nella sua formula spiccia, «meno ce li hanno tra le scatole e meglio è». I numeri danno la misura del filtro: nelle operazioni con reinvestimento della famiglia censite dalla ricerca LIUC l'amministratore delegato era un familiare in quasi nove casi su dieci prima dell'ingresso del fondo, e lo resta in quasi sei casi su dieci dopo. La decisione a monte, se sostenere il management di famiglia o portare un manager nuovo con il relativo rischio di esecuzione, si prende prima o durante la negoziazione; e pesa anche l'anagrafe, perché nessun investitore compra scommettendo su un fondatore che dovrebbe restare al timone fino a ottant'anni.

Quando gli eredi si moltiplicano, la managerializzazione smette di essere una scelta e diventa la condizione per conservare il controllo. L'illustrazione più citata è il caso Benetton: «son partiti che erano in quattro e adesso son diventati una caterva; ognuno c'ha la propria scatoletta dentro Edizione Holding, che è gestita da un amministratore delegato preso da fuori», racconta un avvocato d'affari. Un veicolo per ramo, un rappresentante per ramo in consiglio, la gestione a un manager esterno: la struttura regge la proliferazione degli eredi.² La lezione vale anche per famiglie molto più piccole: una *holding* organizzata, manager veri nella struttura operativa, e la richiesta, agli eredi che vogliono un ruolo, di acquisirne prima le competenze.

La pratica, al tavolo, somma le due metà: una lista di leve da chiedere, dai meccanismi di voto alle materie riservate alle clausole sulle persone, e una decisione consapevole su come separare rappresentanza, gestione e proprietà. Il contenuto di queste scelte resta della famiglia; trasformarle in testo negoziale è il mestiere degli *advisor*.

03.b Progettare l'uscita

Nella gerarchia percepita dei temi negoziali l'uscita dell'investitore arriva per ultima; in quella reale sta in cima, perché le sue regole si scrivono **al momento dell'ingresso**. Vale per l'exit ciò che uno degli intervistati dice delle regole contrattuali in genere:

«Nella fase dell'innamoramento possono sembrare superflue, poi nella fase della convivenza, e a volte anche della separazione, diventano fondamentali.»

Un avvocato societario

Il punto fermo è la natura dell'investitore. Il fondo è «un investitore temporaneo: dopo tre, cinque anni esce, ne arriva un altro, e non è detto che l'intesa che c'era con il primo si verifichi anche con il secondo», riassume un avvocato d'affari. I tre-cinque anni corrispondono alla durata di un piano industriale credibile, e la trasformazione è nel mandato stesso del fondo, che compra per rivendere a un valore maggiore. Per questo «gli elementi importanti sono le regole di uscita, la ripartizione dei quattrini e gli incentivi che spettano a coloro che aiutano»: sono il cuore del contratto.

Conviene distinguere due piani. Il primo è la via d'uscita: la vendita a un altro fondo, il passaggio a un compratore industriale, la quotazione in borsa, che gli operatori considerano più una suggestione che una via realistica, o, raramente, il riacquisto da parte della famiglia. Il secondo sono le clausole che quella via la governano nel contratto. In mezzo stanno le architetture che combinano i due piani, come la minoranza pensata fin dall'inizio per circolare di fondo in fondo, con un processo d'uscita già scritto. Tra le vie, quella che merita una parola in più è il riacquisto da parte della famiglia: appartiene più alla memoria che alla pratica, perché se il fondo ha lavorato bene il valore è cresciuto, e «la famiglia non ha i soldi per ricomprare la quota». L'aritmetica è semplice: servirebbe reimpiiegare, moltiplicato, l'incasso che si era scelto di diversificare, e le famiglie che vendono lo fanno di norma per costruire altro.

Il discorso cambia quando in mano al fondo c'è una minoranza: lì il riacquisto è praticabile, ed è la via che riporta la famiglia sola al comando. Il caso Olimpia Splendid lo illustra. Le famiglie Saccone e Dalla Bona, che controllano il gruppo bresciano della climatizzazione, hanno aperto nel 2019 il trenta per cento del capitale a un fondo, per sostenere la crescita internazionale senza lasciare la maggioranza; nel 2025 hanno ricomprato l'intera quota, tornando al cento per cento.³ Su una minoranza, quell'aritmetica torna a portata.

Il secondo piano è quello delle clausole, i meccanismi con cui il contratto stabilisce chi può obbligare chi a vendere, e a quali condizioni. La Tabella 1 raccoglie le quattro tipologie che gli intervistati nominano più spesso, con ciò che ciascuna permette e ciò che comporta per la famiglia; si combinano e si calibrano caso per caso; quindi, vanno lette come ricorrenze e non come l'insieme delle possibilità.

² Assetto di Edizione da documenti societari e stampa economica: quattro rami familiari, un veicolo ciascuno in parti uguali, un rappresentante per ramo in consiglio e un amministratore delegato esterno.

³ Ingresso di Alto Partners SGR nell'aprile 2019, con il 30 per cento sottoscritto in aumento di capitale, e riacquisto della quota nel 2025 da parte di una NewCo delle famiglie Saccone e Dalla Bona. Fonti: Il Sole 24 Ore (2019); Giornale di Brescia e stampa finanziaria (2025).

Tabella 1. Le clausole d’uscita

LA CLAUSOLA	CHE COSA PERMETTE	CHE COSA COMPORTA PER LA FAMIGLIA
DRAG ALONG	Il socio che vende obbliga gli altri a vendere alle stesse condizioni (purché sia rispettato almeno il prezzo di recesso)	Si può essere costretti a uscire nel momento in cui esce il fondo: è la clausola che pesa più di tutte sul residuo
TAG ALONG	Chi non vende può accodarsi alla vendita dell'altro, alle stesse condizioni	È la protezione simmetrica: non si resta soli con un socio che non si è scelto
OPZIONI CALL E PUT	Comprare o vendere la quota residua a condizioni già pattuite	Fissano oggi il prezzo (o quanto meno i criteri di calcolo) dell'ultimo passaggio, invece di rimandarlo a una trattativa futura
PRELAZIONE	Chi resta può comprare per primo la quota messa in vendita	Risponde alla domanda «avrò voce in capitolo?»: sì, ma solo comprando



1 su 7
dei nuovi investimenti
nasce dal passaggio
dell’azienda da un fondo
all’altro

i. Da un fondo all’altro

C’è infine la parte che le famiglie conoscono meno: che cosa succede quando il primo fondo esce davvero. Un avvocato che assiste gli investitori ne parla con crudezza statistica. L’*exit* «lo decide il fondo», che entra già sapendo di dover uscire, mentre la famiglia rimasta in minoranza «attende le determinazioni» di chi ha in mano la quota e il piano. Il nuovo socio non subentra automaticamente nel patto parasociale firmato con il primo fondo, che può prevedere l’adesione di chi arriva, la cessazione o la rinegoziazione, e nella pratica «si rinegozia sempre». Chi non accetta il nuovo assetto si sente opporre la logica della co-vendita: o il patto che vuole il nuovo socio, o l’uscita insieme al vecchio. Quanto alla famiglia, «fare un giro già impegnativo, farne due forse è un po’ più difficile»: al secondo passaggio quasi mai sceglie il nuovo fondo, di rado reinveste ancora, e nei casi osservati esce, per bisogno di liquidità, per un rapporto che si è logorato o perché il secondo compratore non convince. Sono regole riportate da un solo osservatore, ma coerenti con tutto ciò che il resto del materiale dice del fondo a termine. Sono coerenti anche con i numeri del mercato: nel censimento del Private Equity Monitor, circa un nuovo investimento su sette nasce come passaggio dell’azienda da un fondo all’altro.⁴ Per chi progetta oggi la propria permanenza come socio di minoranza, sono il capitolo del piano che più conviene scrivere in anticipo.

La lezione più dura viene dal lato dei fondi, senza mezzi termini: «spesso le famiglie pensano di poter far entrare un fondo e that’s it», mentre il fondo «venderà sicuro», e deve poter vendere anche il cento per cento, perché il compratore migliore potrebbe essere un industriale che non accetta soci. La certezza riguarda l’intento, non il calendario: i tempi possono slittare per finestre di mercato e passaggi regolatori, e nei settori cari e complessi la platea dei compratori è stretta. Su tutto questo, notano gli intervistati, la comunicazione verso le famiglie è quasi assente: sull’exit «c’è assoluta mancanza di comunicazione». Saperlo in anticipo capovolge la posizione. L’uscita si può progettare **come se fosse domani**, chiedendo già al primo tavolo che cosa succederà tra cinque anni, con quali diritti, con quale ripartizione e con quale ruolo per chi resta.

⁴ Rapporto PEM 2025: i secondary buy out, cioè i passaggi da un operatore di private equity a un altro, sono la seconda origine delle operazioni censite nell’anno, con il 15 per cento, dopo il 66 per cento che arriva da imprese familiari e private.

03.c Cosa tiene in piedi un'operazione

La domanda di chiusura è anche la più larga: che cosa distingue le operazioni che arrivano in porto, e reggono, da quelle che saltano? Le risposte degli intervistati puntano tutte in una direzione tutt'altro che tecnica: il collo di bottiglia, più spesso della resistenza delle famiglie, è la comunicazione. Del valore, degli intenti, della cultura decisionale.

i. Il valore va comunicato

Dal versante di chi assiste le famiglie la diagnosi è netta. Il fondo «soffre della vulgata» del breve termine e della leva, dice chi le operazioni le osserva da quel lato, e la resistenza nasce più dalla rappresentazione che dall'esperienza: ci si figura lo svantaggio prima del vantaggio. Il punto non è che la vulgata sia infondata, ma che descrive un rischio e non un esito: quale dei due si realizzi dipende dal valore che il fondo porta davvero, e da quanto la famiglia riesce a farselo dire prima di firmare.

La porta si apre a una condizione: «o il fondo lo poni come un soggetto in grado di risolvere i problemi attuali, di governance, di finanziamento, di crescita del business, o altrimenti la famiglia, in fondo, non lo vuole». Un partner soltanto finanziario non basta, perché «finanza la puoi trovare in tanti modi»; il fondo credibile «deve conoscere benissimo il settore», dato che si siede davanti a un imprenditore che «conosce tutto della sua azienda fino all'ultima vite» e diffida di chi arriva con quattro grafici male organizzati. Al tavolo si fronteggiano due presunzioni speculari, l'imprenditore convinto di sapere di finanza più del fondo e il fondo convinto di sapere d'industria più dell'imprenditore; le operazioni che funzionano cominciano quando ciascuno riconosce all'altro il suo campo. Così intesa, la comunicazione è una leva del *deal* a doppio senso: prepara la famiglia, e prepara anche il fondo.

ii. L'advisor, e i suoi limiti

La seconda risposta riguarda chi accompagna. L'ideale che emerge dalle interviste è un consulente di fiducia dell'intera famiglia, che la prepara per tempo e a tutto campo e che affianca l'unico delegato che di fatto tratta con il fondo: la fiducia da sola non basta, servono le competenze tecniche per parlare la lingua della controparte.

A quel consulente le famiglie chiedono anche il servizio inverso, quello di cui si parla meno: «vogliono sapere da te come sono, come non sono, che fondo è, se è un fondo giusto», racconta un *advisor* delle famiglie. È la *due diligence* al contrario, quella della famiglia sull'investitore, e conviene farla mentre c'è ancora scelta: se l'investitore conosce davvero il settore, se il sostegno promesso in altre operazioni è stato poi mantenuto, quale ruolo ha lasciato agli imprenditori che erano rimasti. Gli obiettivi, i confini e la traiettoria restano scelte della famiglia; all'*advisor* spettano la preparazione, la regia e la traduzione in clausole. Gli stessi intervistati, però, conoscono i limiti del proprio ruolo: «gli avvocati vengono sempre chiamati quando le cose non funzionano», ammette uno di loro; e nelle aggregazioni tra famiglie «serve più uno psicologo che un avvocato», perché il nodo è l'orgoglio prima del contratto. Quando le fazioni interne si armano, l'ideale del consulente di tutti va integrato con una **sede decisionale interna** alla famiglia, indipendente dagli *advisor* delle parti.

iii. Perché saltano e cosa le tiene in piedi

Sulle cause di fallimento la classifica è stabile: «prezzo e *governance*», nell'ordine, con venditori convinti che la propria azienda valga sempre più di quanto un compratore razionale possa pagare. Poi i numeri che non reggono: «due giorni prima del *signing* hanno presentato un EBITDA che era un terzo di quello che avevano detto», racconta un *advisor* delle famiglie, anche perché la *due diligence*, nei fatti, non finisce mai. Infine, la categoria più umana:

«Gli obiettivi personalistici. Se tutti avessero a cuore esclusivamente l'interesse dell'azienda in quanto tale, non fallirebbero.»

Un avvocato societario

È il criterio che gli intervistati indicano come stella polare, l'attività d'impresa come bene da tutelare sopra le agende dei singoli, dentro e fuori la famiglia. Quando l'operazione si chiude, ciò che la tiene in piedi somiglia poco alle clausole: è «l'intesa nella parte imprenditoriale, non tanto nella parte contrattuale», il supporto che il fondo promette e poi mantiene, il ruolo ridotto che l'imprenditore accetta davvero. Chi compra, ripetono, scommette sulle persone quanto sull'azienda.

Un'ultima avvertenza percorre tutte le interviste, ed è giusto consegnarla al lettore: «ogni operazione è singola». Le regolarità raccolte in queste pagine esistono, ma la casistica è vastissima, e più delle tematiche contano le persone che trovano le chiavi giuste, dentro la famiglia, nel fondo, tra gli *advisor*. Un *playbook* serve a farsi trovare preparati; l'esito, alla fine, lo fanno le persone.

Messaggi chiave e lettura

- **Messaggio chiave.**
L'uscita dell'investitore si progetta al momento dell'ingresso: chi entra ha già deciso che uscirà. Le condizioni di quel passaggio, comprese quelle che riguardano la famiglia, si scrivono nei patti del primo giorno.
- **Segnale precoce.**
Se al tavolo l'uscita non viene discussa, il piano dell'uscita esiste comunque: lo ha scritto una parte sola.
- **Domanda diagnostica.**
Il giorno dopo il *closing*, che cosa potrà ancora decidere la famiglia da sola? Se per rispondere serve rileggere i contratti, conviene chiederselo prima di firmarli.



CONCLUSIONI E PROSPETTIVE

04.a Conclusioni

Resta un punto, ed è quello da cui siamo partiti: la *governance* familiare non è il risultato di un'apertura riuscita, ne è la condizione. Il mercato non premia le famiglie che si organizzano dopo avere incassato: premia quelle che arrivano già in grado di decidere, con un obiettivo dichiarato, una voce sola, un patrimonio in ordine e un'idea di quanto controllo sono disposte a cedere. È un lavoro senza scadenze esterne, e per questo facile da rinviare, che si paga tutto insieme quando l'occasione arriva. Il documento si chiude dove la preparazione compie il suo lavoro: una famiglia che ha scelto perché aprire, con quale traiettoria, in che ordine e con quali regole d'uscita, e che alla firma arriva da protagonista.

04.b What's next: dopo il closing

Con la firma queste pagine si fermano; il lavoro di *governance* no. Passate le settimane che separano la firma dal perfezionamento dell'operazione, comincia un problema diverso, la convivenza: tre-cinque anni con un socio istituzionale in azienda, un consiglio che delibera davvero, flussi di reportistica costanti, processi dove prima bastava decidere di pancia. È la fase in cui il venditore reinvestito scopre sulla propria pelle il significato della traiettoria scelta: «continua a pensare di essere a casa sua, ma non è più il capo», osservano gli intervistati; e la qualità della convivenza, più delle clausole, decide se il progetto comune cresce o si logora.

Il dopo merita un numero a parte anche per una seconda ragione. Le strutture formali della *governance* familiare, i *family office*, le costituzioni di famiglia, i patti scritti, nascono in grande maggioranza dopo l'evento di liquidità, quasi mai prima: l'operazione alza di colpo la cultura giuridica della famiglia, e il capitale incassato crea il patrimonio da governare. In questo senso l'apertura, oltre a collaudare la *governance* esistente, ne genera di nuova.

Il prossimo numero partirà da qui: il *board* con il fondo, le strutture familiari appena nate, l'operatività quotidiana della separazione tra famiglia, gestione e proprietà.



TOOLKIT - L'ORDINE PATRIMONIALE: SEI VERIFICHE PRIMA DI APRIRE

Ogni operazione è singola, e nessun elenco sostituisce il lavoro su misura.

Le domande che seguono, però, arrivano in ogni percorso di apertura: le porrà il fiscalista al primo incontro, o le porrà la *due diligence* dell'investitore più avanti. La differenza è solo il momento, e i margini di manovra che restano.

1. La fotografia. La catena di società, quote e beni si può disegnare su un foglio, oggi, senza chiamare nessuno? Se serve una ricognizione, la ricognizione è il primo cantiere.

2. Il perimetro. È deciso, ed esplicito, che cosa si vende e che cosa resta alla famiglia? Immobili, marchi, liquidità: ogni pezzo non assegnato al suo lato diventerà una trattativa dentro la trattativa.

3. Gli intrecci. Che cosa scoprirebbe un terzo che guardasse dentro: beni indivisi, comunioni ereditarie, costi personali nei conti aziendali, promesse informali tra familiari? Ciò che si sa in famiglia si saprà anche al tavolo.

4. Le successioni. Gli assetti successori della generazione al comando sono regolati per iscritto? Un'operazione con una successione aperta negozia con un'incognita in casa.

5. Il contenitore. Quanto è lungo, nel caso specifico, il percorso verso il veicolo unico da cui vendere, e chi lo ha stimato? La direzione vale per tutti; la strada e i tempi no, ed è per questo che si misurano prima.

6. La prova del domani. Se l'occasione arrivasse domani, quali riorganizzazioni resterebbero a metà? Quelle si chiudono prima: a operazione iniziata non si riorganizza più.

Governance 4 Change Lab

è un progetto di Legance e ISF - Innovation,
Strategy and Family Business

Edited by

Matteo Pedroni

www.legance.it/governance-4-change-lab/