

SVILUPPO E CAPITALI DELLE MEDIE IMPRESE FAMILIARI ITALIANE I CASI PARADIGMATICI DI THE BRIDGE E PIQUADRO¹

di Federica Palazzi

1. Un fenomeno dai confini sfumati

Nel nostro sistema industriale, da sempre definito dicotomico, in quanto suddiviso tra piccole e grandi imprese, assumono oggi visibilità le Medie Imprese (MI), i cui confini definitivi sono difficili da stabilire. Sono *“le imprese del quarto capitalismo italiano”*, quel capitalismo che giunge cronologicamente quarto nella storia d'Italia, dopo il capitalismo pubblico e privato della grande impresa, e dopo il capitalismo dei distretti industriali e delle piccole imprese (Colli, 2002).

Un punto di riferimento per gli studiosi è la definizione data dall'Unione Europea, che fissa i seguenti parametri quantitativi per la media impresa manifatturiera: 50-249 dipendenti, fatturato non superiore a 50 milioni di euro, totale attività non superiore a 43 milioni di euro. Tale definizione, che fa riferimento unicamente a parametri quantitativi, rappresenta solo la base di partenza per poter sviluppare la conoscenza delle caratteristiche che contraddistinguono questa classe di imprese. Infatti, una definizione che impiega parametri quantitativi è indispensabile per condurre analisi statistiche e per promuovere programmi a sostegno delle imprese, ma non riesce a catturare l'essenza della media impresa. Se la media impresa fosse individuabile solo con parametri quantitativi, ciò significherebbe allora, che per definirla qualitativamente, occorrerebbe riallocarla tra le grandi o tra le piccole imprese.

Così *“il sistema delle imprese non sarebbe un continuum in cui taluni caratteri qualitativi sono posseduti dalle singole unità componenti con una graduazione di intensità che ne renda possibile una chiara distinzione per classi dimensionali, ma in esso esisterebbe una frattura che consente solo di differenziare in modo soddisfacente le piccole dalle grandi, mentre le medie, ora, hanno distintamente i caratteri delle prime oppure hanno perso quei caratteri e qualitativamente, se non quantitativamente, sono, piuttosto, da annoverare nella categoria maggiore”* (Marchini, 1987).

¹ Una precedente versione dell'articolo è stata presentata al Convegno SIDREA 2010, *“I risultati aziendali: significato, misurazione, comunicazione”*, Napoli, Università Federico II, 1-2 dicembre.

Nell'ultimo decennio, nel nostro Paese, la categoria media impresa ha intrapreso un interessante percorso di sviluppo e di consolidamento che ha posto in luce come il suo contributo all'economia italiana sia decisamente rilevante in termini di PIL e di export e che ha attirato l'attenzione degli studiosi e dei centri di ricerca².

In base ai dati raccolti nell'indagine condotta dal Centro Studi di Unioncamere e dall'Ufficio Studi di Mediobanca³, edizione 2010, si osserva che le medie imprese manifatturiere, su cui concentreremo la nostra analisi, operano prevalentemente nei settori del *made in Italy*⁴ e sono localizzate in maggior numero nel Nord-est, nel Nord-ovest e nel centro del nostro Paese.

La consistenza numerica delle imprese del comparto, censita nel 2007, è pari a 4.483 unità ed è il risultato di un processo dinamico che vede protagoniste piccole, medie e grandi imprese; talune attuano strategie di crescita operativa o strutturale e talune altre perseguono strategie di *downsizing*, ma con l'obiettivo comune di ricercare quell'equilibrio che garantisca il successo competitivo nel loro contesto di riferimento. La turbolenza si manifesta fortemente in prossimità della soglia inferiore: nel periodo 1998-2007 ben 3.758 piccole imprese sono divenute medie mentre 1.843 medie sono tornate piccole.

Come emerge da una recente indagine (Varaldo *et al.*, 2009), il punto di forza delle medie imprese italiane risiede nella capacità di porre in relazione virtuosa le caratteristiche della grande e della piccola impresa, godendo dei vantaggi dell'una e dell'altra.

Infatti coniugano imprenditorialità e managerialità; creano il giusto equilibrio tra le esigenze familiari ed aziendali.

L'impresa familiare⁵ è estremamente diffusa nel comparto delle medie

² A testimonianza della rilevanza del fenomeno si noti che è stato avviato, negli ultimi mesi del 2009, un interessante progetto di ricerca a lungo termine che coinvolge Confindustria, R&S di Mediobanca e Unioncamere, *Institut für Mittelstandsforschung* di Bonn, il *Departamento de Economía Financiera y Contabilidad III dell'Universidad Complutense de Madrid* e che ha l'obiettivo di analizzare le dinamiche economiche e finanziarie delle medie imprese manifatturiere nei principali Paesi europei. La prima edizione dell'indagine è stata pubblicata a novembre 2010 ed analizza le medie imprese industriali site in Germania, Italia e Spagna; l'indagine sarà successivamente estesa a Francia e Regno Unito (www.mbres.it).

³ Il Centro Studi di Unioncamere dell'Ufficio Studi di Mediobanca definisce medie imprese industriali le società di capitali con un numero di addetti compreso tra 50 e 499 e un volume di vendite annuo tra 13 e 290 milioni di euro. L'edizione 2010 copre il periodo 1998-2007.

⁴ Alimentare; legno, mobili, piastrelle; prodotti in metallo; macchine, attrezzature ed elettrodomestici; imbarcazioni, moto, bici e articoli sportivi; tessile, abbigliamento e moda. Per la classificazione, si veda Fondazione Edison, 2009.

⁵ Accogliamo la seguente definizione di impresa familiare: «Un'impresa si definisce familiare quando una o poche famiglie, collegate da vincoli di parentela, di affinità o da solide alleanze, detengono una quota del capitale di rischio sufficiente ad assicurare il controllo dell'impresa» (Demattè, Corbetta, 1993, p. 5).

imprese italiane⁶ anche se all'aumentare della dimensione, ossia passando dalla piccola alla media dimensione e oltre, il controllo familiare, è spesso esercitato attraverso un'impresa capogruppo (Corbetta, 1995; Montemerlo, 2005). La continuità del gruppo imprenditoriale è così garanzia di qualità ed affidabilità, ed è alla base di percorsi di crescita rapidi.

Dal punto di vista strategico, la focalizzazione su segmenti specifici di mercato si accompagna a scelte di internazionalizzazione; la tradizione del *made in Italy* si combina a modelli di ricerca ed innovazione strutturati; la ricerca di economie di varietà non fa perdere di vista gli obiettivi di efficienza e redditività.

La conservazione del forte legame con il tessuto industriale e distrettuale di origine si combina allo sviluppo di reti internazionali, aperte a monte e a valle; infatti frequentemente implementano processi di internazionalizzazione produttiva (reti materiali) e contemporaneamente attivano reti di relazioni immateriali, alla ricerca di creazione e condivisione di conoscenze più avanzate.

A fronte della rilevanza del fenomeno qui brevemente delineato, il nostro interesse di studiosi si è concentrato sulle specificità dello sviluppo che caratterizza le medie imprese familiari italiane e sulle modalità di reperimento delle risorse finanziarie strumentali al processo di consolidamento e di crescita. Abbiamo ritenuto che il punto critico da approfondire fosse la relazione esistente tra le motivazioni e gli interessi del soggetto economico (il gruppo familiare) e gli obiettivi di sviluppo aziendali.

La nostra convinzione è che ci si trovi di fronte ad un modello di impresa che presenta talune specificità sia rispetto alle grandi imprese-multinazionali, governate dai manager, sia rispetto alle piccole e micro imprese, in cui assume un ruolo centrale la figura dell'imprenditore-manager, che permea di sé tutte le manifestazioni dell'impresa.

Nel paragrafo 2 approfondiremo l'interrogativo da cui è partita la ricerca; nel paragrafo 3 descriveremo il quadro teorico di riferimento con particolare riferimento ai concetti di *crescita/sviluppo e finanza imprenditoriale*; mentre nel paragrafo 4 si illustreranno i risultati dell'indagine qualitativa condotta su due casi paradigmatici di medie imprese di successo (*The Bridge* e *Piquadro*). Seguiranno alcune considerazioni conclusive.

⁶ Anche a livello internazionale, il modello d'impresa a proprietà e controllo familiare è quello dominante, raggiungendo la quota del 45% per il comparto medie imprese (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, 1999).

2. L'interrogativo della nostra indagine

L'interesse sui rapporti esistenti tra processi di sviluppo delle medie imprese e modalità di finanziamento intraprese nasce dalla disamina delle fonti statistiche disponibili che delineano la rilevanza in termini quantitativi delle medie imprese nel contesto Europeo, laddove a prima vista emergono delle omogeneità tra i vari Paesi per quanto attiene alla struttura produttiva, mentre emergono interessanti specificità italiane per quanto concerne la struttura finanziaria delle medie imprese (*vedi tab. 1*).

Il sistema produttivo europeo, infatti, presenta la seguente articolazione dell'attività economica⁷ per classi d'impresa: le micro e le piccole imprese rappresentano ben il 98,8% del totale imprese, le medie imprese rappresentano l'1,1% e le grandi solamente lo 0,2%.

Focalizzando l'attenzione sui settori dell'industria, il numero delle medie imprese raggiunge la quota del 3,8%. La numerosità delle medie imprese in Europa è esigua, come del resto si verifica anche per l'Italia, tuttavia il loro contributo al valore aggiunto complessivo è significativo, essendo pari al 21,2% sul totale.

Come innanzi detto, è interessante confrontare la struttura finanziaria delle imprese di media dimensione nel contesto europeo.

Tab. 1 – Struttura finanziaria delle medie imprese* manifatturiere in Italia, Francia, Spagna, Portogallo, Belgio, Paesi Bassi, Germania, Austria, Polonia (2007)

2007	Italia	Francia	Spagna	Portogallo	Belgio	Paesi Bassi	Germania	Austria	Polonia
ATTIVO IMMOBILIZZATO	29	28	39	40	41	52	33	40	47
ATTIVO CORRENTE	71	72	61	60	59	48	67	60	53
TOTALE ATTIVO	100	100	100	100	100	100	100	100	100
debiti a breve	52,8	40,7	38,9	39,4	36,7	30,4	39,5	34	35,2
<i>di cui debiti v/istituti di credito</i>	17,8	3,2	11,5	-	5,2	-	8	-	-
<i>di cui debiti commerciali</i>	25,8	22,9	19,1	17,3	16,7	n/a	10,4	8	17,1
ratei e risconti	0,9	1,3	0,1	4,8	1,3	n/a	0,1	n/a	2,7
PASSIVO CORRENTE	53,7	42	39	44,2	38	30,4	39,6	34	37,9
debiti a lungo termine	11,7	15,5	11,8	15,3	15,3	18,2	12,6	14,1	10,3
<i>di cui prestiti obbligazionari</i>	0,8	0,1	0	1,2	0	n/a	0,4	0,5	0,1
<i>di cui debiti v/istituti di credito</i>	8,3	6,2	6,8	-	5,5	-	8,7	-	-

⁷ I dati sono riferiti ai settori d'attività non finanziari (*the non-financial business economy*). Fonte Eurostat 2010.

fondi spese	5,6	3	1,1	0,8	3,1	2,6	14,2	14,3	2,1
PASSIVO CONSOLIDATO	17,3	18,5	12,9	16,1	18,4	20,8	26,8	28,4	12,4
capitale e riserve	29	39,5	48,1	39,7	43,6	48,8	33,6	37,6	49,7
PATRIMONIO NETTO	29	39,5	48,1	39,7	43,6	48,8	33,6	37,6	49,7
TOTALE PASSIVITA'	100								

* Sono definite medie, le imprese con un fatturato complessivo compreso tra i 10 e i 50 milioni di euro.

Fonte: elaborazioni su dati Bach – Commissione Europea, 2007

Il confronto tra alcuni Paesi europei consente di evidenziare delle interessanti differenze tra un Paese e l'altro nelle scelte di finanziamento compiute dalle medie imprese manifatturiere. Innanzitutto il capitale d'impresa risulta essere prevalentemente investito in attivo circolante, fatta eccezione per i Paesi Bassi la cui quota di attivo immobilizzato ammonta al 51,6%. L'Italia presenta il più basso grado di patrimonializzazione a confronto con gli altri Paesi europei. I Paesi, le cui medie imprese hanno un livello di patrimonio netto alto che si avvicina al 50% del capitale di finanziamento, sono Polonia, Paesi Bassi, Spagna e Belgio. Le risorse finanziarie esterne prevalentemente impiegate sono di tipo corrente, ossia hanno scadenza a breve termine, coerentemente con la struttura del capitale investito caratterizzato dalla prevalenza dell'attivo circolante.

I debiti di funzionamento rappresentano la principale risorsa di finanziamento tra le passività correnti. L'Italia ha il primato sia in termini di ricorso ai debiti commerciali (25,8%) sia in termini di utilizzo di prestiti bancari a breve termine (17,8%). Le passività consolidate sono, al contrario, la risorsa finanziaria meno utilizzata. Gli unici due Paesi che ne fanno un ricorso significativo a confronto con gli altri sono Germania (26,8%) e Austria (28,4%).

Le specificità della struttura finanziaria delle medie imprese italiane sono in parte da ricondurre ad alcune variabili *country specific*: le imprese italiane operano in settori tradizionali e frammentati, con un grado di intensità capitalistica mediamente basso; il sistema bancario italiano è da sempre disponibile a sostenere le politiche di indebitamento delle imprese minori; il sistema tributario ha avvantaggiato il ricorso a strumenti di debito piuttosto che a strumenti del capitale di rischio; inoltre il sistema finanziario italiano presenta anomalie in termini di strumenti, intermediari e mercati, tali da rendere difficile il ricorso al pubblico dei risparmiatori per reperire risorse finanziarie senza perdere il controllo aziendale (Metallo, Pencarelli, 1995).

L'analisi dei dati aggregati consente di affermare che complessivamente le medie imprese manifatturiere in Europa hanno strutture patrimoniali equilibrate, con differenze significative tra un Paese e l'altro, espressione di

contesti istituzionali e socio-economici completamente diversi tra loro nei quali le medie imprese svolgono la propria attività.

Alla luce di queste differenze, che i dati evidenziano ma non sono in grado di spiegare nella loro dinamica, il presente lavoro si propone di indagare le relazioni esistenti tra *i processi di crescita delle medie imprese familiari italiane e le modalità di reperimento delle risorse finanziarie*.

In particolare ci si chiede:

i) Quali sono le logiche che guidano il soggetto economico nelle scelte di finanziamento?

ii) Qual è la struttura finanziaria idonea a sostenere i processi di sviluppo delle medie imprese italiane? Le “*tradizionali*” risorse finanziarie (auto-finanziamento, debiti di funzionamento, debiti bancari a breve) dovrebbero essere sostituite da modalità di approvvigionamento dei capitali più “*evolute*” (*private equity*, quotazione sul mercato azionario)?

3. Il quadro teorico di riferimento

3.1. I processi di crescita dimensionale/sviluppo qualitativo. Alcune definizioni

La crescita è un fenomeno che riceve da sempre l’attenzione degli studiosi di tutto il mondo⁸; i sistemi economici, infatti, sono dominati dalla presenza di micro e piccole imprese, le quali, per la maggior parte, conservano la piccola dimensione durante il loro ciclo di vita⁹ senza intraprendere percorsi di sviluppo che avrebbero, invece, un forte impatto in termini di crescita complessiva del sistema Paese (aumento del PIL, aumento dell’occupazione, incremento delle esportazioni) (Rajan, Zingales, 1998).

La media impresa, invece, è il risultato di un percorso di crescita dimensionale e di sviluppo, avviato e realizzato con successo da una piccola impresa. E’ opportuno chiarire, in via preliminare, i concetti di *crescita dimensionale e di sviluppo qualitativo*¹⁰ prima di addentrarsi nelle dinamiche evolutive che coinvolgono le aziende di media dimensione.

La *crescita dimensionale*, qui intesa come *sviluppo quantitativo* (che si può manifestare sia nella forma di crescita operativa, con conseguente incremento del fatturato, sia nella forma di crescita strutturale, con aumento della forza lavoro impiegata, definita in ambito internazionale *internal or organic growth*), ha due particolari determinanti:

- il vantaggio competitivo ottenuto da una strategia competitiva di successo che mantiene invariata la combinazione prodotto / mercato / tecnologia;

⁸ «*Growth is a subject of all times*» Philipsen, Kemp, 2003.

⁹ Il fenomeno di stabilizzazione nella piccola dimensione riguarda anche le piccole imprese degli Stati Uniti, come risulta da una recente ricerca condotta da Headd e Kirchoff, 2009.

¹⁰ Per un approfondimento si veda Marchini, 2005, pp. 207 e ss.

- lo sviluppo perseguito mediante la modifica delle variabili prodotto/mercato/tecnologia.

La specificità delle strategie di *sviluppo qualitativo*, invece, è quella di produrre fenomeni evolutivi atti a rimuovere cause di vulnerabilità e massimizzare le possibilità di sopravvivenza dell'impresa. Tali strategie si realizzano attraverso le relazioni interpersonali, che promuovono *network* formali e informali¹¹, e/o mediante i rapporti che si sviluppano tra aziende, creando *network* esterni ed interni.

Ai nostri fini è importante sottolineare che accogliamo il suggerimento di alcuni ricercatori che hanno recentemente ribadito l'importanza di concentrare l'attenzione sui processi e sulle modalità della crescita piuttosto che sui risultati quantitativi che le aziende riescono a raggiungere in termini di sviluppo: «...*the "how" aspect of growth is a necessary and fundamental question that needs to be better understood before we can turn our attention to how much a firm grows.*» (McKelvie, Wiklund, 2010, pag. 261).

Concentreremo ora l'attenzione sui processi di crescita che hanno caratterizzato le medie imprese italiane e, in particolare, sulla transizione dalla piccola alla media dimensione, avvalendoci, a tal fine, dei risultati di alcune significative ricerche empiriche.

Quali condizioni favoriscono i processi di crescita aziendale?

Interessante è quanto emerso da un'analisi empirica condotta su un campione di imprese italiane medie e medio-grandi da Corbetta (2005¹²). Nelle aziende del campione, il processo di crescita aziendale di successo fonda le sue radici in un contesto interno e in un contesto esterno favorevoli allo sviluppo. Secondo lo studioso, le condizioni interne agevolatrici sono numerose:

- la famiglia proprietaria ha un atteggiamento favorevole alla crescita, la quale dovrebbe essere vissuta come opportunità e non come minaccia;
- l'impresa ha una buona redditività e un basso grado di indebitamento;
- l'impresa è presente sui mercati internazionali.

Il contesto esterno è rappresentato da condizioni di mercato o di settore che sono interpretate dall'imprenditore e dai suoi collaboratori come opportunità da sfruttare per intraprendere il percorso di sviluppo.

¹¹ Con particolare riferimento alle imprese familiari si noti che le relazioni parentali e sociali che circondano l'attività imprenditoriale diventano relazioni di comunicazione che garantiscono scambi di conoscenze e informazioni tra una pluralità di soggetti. Tali *network* informali di relazioni interpersonali sono esterni all'impresa e si sviluppano secondo la dimensione orizzontale. Essi sono fondamentali anche per la formazione di accordi interaziendali (*network* esterni).

¹² Il campione è formato da 18 imprese familiari con le seguenti caratteristiche: imprese con più di 50 dipendenti, con un tasso di crescita superiore al 50% nel periodo 1997-2001 (eccetto tre aziende che presentano un tasso medio di crescita pari al 30,8%), un ROI positivo nel 2000 e nel 2001, operanti nei settori alimentare, tessile, abbigliamento, arredamento, chimico-farmaceutico e meccanico.

Verificata l'esistenza delle condizioni di contesto, interne ed esterne all'azienda, l'elemento discriminatore nel processo di crescita è rappresentato dalla volontà dell'imprenditore di "lasciare un segno nella storia della propria azienda", attraverso il contributo diretto al salto dimensionale.

Grandinetti (2007), attraverso l'analisi empirica di alcune medie imprese venete¹³, inquadra il fenomeno della crescita aziendale nell'ambito di un modello evolutivo pluridimensionale. L'assunto fondamentale del modello è il seguente: la crescita dimensionale rappresenta solo una delle dimensioni della crescita aziendale, le altre con cui entra in combinazione sono la crescita relazionale e la crescita qualitativa. Le tre dimensioni della crescita si combinano creando una pluralità di percorsi evolutivi, per i quali non è possibile ipotizzare una sequenza di stadi idealtipici.

Infine, una recente analisi empirica condotta sul territorio marchigiano¹⁴ (Iacobucci, 2008) dimostra che, mentre le piccole imprese sono a favore di una crescita dimensionale interna, all'aumentare della dimensione aziendale diventa sempre più importante la crescita per vie esterne, attraverso la costituzione di nuove entità o mediante l'acquisizione di imprese già esistenti. Il risultato di tale processo di crescita è proprio la costituzione di un gruppo, il quale soddisfa prevalentemente le esigenze di differenziazione (entrata in segmenti diversi dello stesso settore) e di integrazione verticale lungo la filiera, avvertite dalle medie imprese.

Conclusa questa breve rassegna, concentriamo ora la nostra attenzione sulla letteratura in ambito finanziario utile ai fini della nostra indagine conoscitiva.

3.2. I contributi della finanza imprenditoriale. Una rassegna della letteratura

Le teorie finanziarie neoclassiche, sviluppate a partire dagli anni '50¹⁵, sono state elaborate, anche se non esplicitamente, con riferimento alla grande impresa, tipicamente la *public company* anglosassone: la società di capitali a proprietà diffusa, generalmente quotata sui mercati finanziari e gestita da team manageriali.

A partire dagli anni '80, gli anni in cui nei paesi anglosassoni si sviluppano gli studi sullo *small business sector*¹⁶, si diffondono i contributi diretti a

¹³ Sono analizzati sei casi di aziende venete di successo, interessanti per il percorso di crescita intrapreso negli ultimi dieci anni.

¹⁴ Le informazioni utilizzate provengono dall'Osservatorio sulle principali imprese marchigiane promosso dalla Fondazione Aristide Merloni di Fabriano e dall'Università Politecnica delle Marche, il quale consente di ricostruire la dinamica delle imprese e dei gruppi in un arco decennale (1995-2005).

¹⁵ Teoria dell'ottima struttura finanziaria (Modigliani-Miller 1958; 1965; Miller 1977); Teoria dell'agenzia (Jensen-Meckling 1976); Teoria del trade-off; Teoria dell'ordine di scelta (Myers-Majluf 1984); teoria dei segnali (Leland, Pyle, 1977; Ross, 1977).

¹⁶ In ambito internazionale, lo *small business sector* comprende aziende con meno di 500 addetti.

verificare la possibilità di applicazione delle teorie finanziarie neoclassiche al comparto delle PMI (McConnel, Petit 1983; Brophy, Schulman 1992; Ang 1991-2; Petty, Bygrave 1993).

Tuttavia, le difficoltà riscontrate nell'applicazione di tali teorie al comparto piccole imprese, spinge diversi studiosi a sviluppare delle teorie finanziarie dedicate esclusivamente alle PMI, che focalizzano l'attenzione sulle caratteristiche dell'imprenditore e del processo imprenditoriale per comprendere le scelte relative alla struttura del capitale.

Tali contributi si annoverano tra quelli di *finanza imprenditoriale*. Alcuni sono incentrati sul «“processo imprenditoriale” (Colot, Michel 1996; Gibson 1992, 1993), ossia il meccanismo di percezione delle opportunità e l'attuazione dei compiti che danno contenuto specifico all'imprenditorialità» (Marchini, 2000, p. 9).

Altri, invece, pongono al centro dell'analisi le preferenze individuali degli imprenditori e l'influenza delle stesse sulle decisioni finanziarie (*tab. 2*).

Tab. 2 – Le preferenze individuali degli imprenditori e le decisioni finanziarie

Autori	Anno	Contenuto
Barton, Matthews	1989	Le decisioni finanziarie sono influenzate dalle decisioni strategiche, determinate dai fattori personali dell'imprenditore.
Hutchinson	1995	L'avversione al rischio e alla perdita del controllo da parte dell'imprenditore rendono le politiche di investimento e le politiche di finanziamento tra loro interdipendenti.
Cressy	1995	Il modello evidenzia le interconnessioni tra la scelta di indebitamento e l'avversione, da parte dell'imprenditore, al controllo esercitato sull'impresa dai finanziatori esterni.
Merikas, Bruton, Vozikis	1993	Il modello proposto evidenzia il legame esistente, nelle piccole imprese, tra le decisioni finanziarie e le decisioni strategiche.
McMahon, Stanger	1995	Nelle scelte di finanziamento, l'utilità del piccolo imprenditore è funzione, <i>in primis</i> , dei risultati economico-finanziari, del rischio sistematico ma anche del rischio non sistematico e dei risultati non economico-finanziari.
Cressy, Olofsson	1997	I risultati dell'indagine empirica confermano l'avversione alla diluizione del controllo da parte del piccolo imprenditore, il quale non è affatto propenso all'ingresso di nuovi soci nella compagine societaria.

Fonte: Elaborazione propria

Più recenti sono gli studi dedicati alle PMI familiari e alle specificità delle decisioni finanziarie prese in seno a tali realtà aziendali (*tab. 3*).

Nel nostro studio non è stato possibile individuare dei contributi scientifici internazionali dedicati esclusivamente alle medie imprese, poiché questa tipologia è ricompresa nello *small business sector*.

Tab. 3 – La finanza delle piccole e medie imprese familiari

Autori	Anno	Contenuto
Romano, Tanewski, Smyrnios	2000	Il modello elaborato e verificato empiricamente dimostra che la dimensione d'impresa, il settore industriale, l'età dell'azienda e quella del direttore generale, la misura del controllo familiare, la pianificazione aziendale, gli obiettivi del proprietario e i piani di crescita influenzano le decisioni finanziarie prese dai proprietari in seno alle imprese familiari.
Gallo, Tàpies, Cappuyns	2004	I risultati dell'indagine consentono di affermare che le imprese familiari si caratterizzano per una "logica finanziaria speciale", le cui peculiarità sono determinate dalle preferenze personali dei familiari che gestiscono l'impresa, relative alla crescita, al rischio e al controllo della proprietà.
Wu, Chua, Chrisman	2007	Il coinvolgimento familiare riduce indirettamente l'utilizzo del capitale di rischio attraverso l'influenza esercitata sulla scelta dei meccanismi di controllo dei costi di agenzia.

Fonte: Elaborazione propria

In Italia, è possibile rintracciare dei contributi di finanza dedicati esclusivamente alle medie imprese italiane già a partire dal 1977 (Massari M.).

Coloro che si sono occupati del rapporto tra finanza e media impresa, hanno analizzato la struttura finanziaria delle medie imprese al fine di comprendere come eventuali o necessarie evoluzioni della stessa potessero incidere positivamente sul loro percorso di sviluppo. È possibile delineare due filoni di studio. Il primo (Massari M., 1977, 2007; Morelli, Monarca, 2005; Ruozi, Ferrari, 2007), che si ispira ai principi della finanza neoclassica, parte dalla constatazione che la struttura finanziaria delle medie imprese italiane non è equilibrata poiché è sottopatrimonializzata e sbilanciata sui debiti bancari a breve termine e sostiene la necessità dell'apertura del capitale di rischio a soggetti terzi al fine di recuperare risorse finanziarie mancanti e ripristinare un giusto rapporto tra debiti e capitale proprio (Franzosi e Pellizzoni, 2005; Del Giudice e Bollazzi 2007). Il secondo filone di studi (Corbetta, 2000, 2005; Caselli, 2005; Coltorti, 2004, 2008; Rullani, 1999; Bonomi, Rullani, 2005), partendo dalla convinzione che le medie imprese italiane si caratterizzano per strutture finanziarie in realtà equilibrate, sostiene la possibilità di percorsi finanziari alternativi, l'uno che prevede l'impiego degli strumenti di finanziamento "tradizionali" (autofinanziamento, debiti commerciali, debiti a breve termine), l'altro che prevede il ricorso a mezzi di finanziamento più "evoluti" (*private equity, business angels, mercato azionario e obbligazionario, strumenti innovativi debt/equity, ecc.*). Entrambi, infatti, possono sostenere adeguatamente lo sviluppo delle medie imprese. Un'indagine empirica condotta su diciotto medie imprese italiane¹⁷ consente a Caselli (2005) di proporre, quale prima ipotesi inter-

¹⁷ Per la definizione del campione vedi Corbetta (a cura di) 2005, p. 2 e ss.

pretativa, l'esistenza di percorsi di crescita finanziariamente differenti a sostegno dello sviluppo di questa specifica categoria di aziende¹⁸.

Nello specifico, l'autore identifica due percorsi di crescita sulla base delle logiche di comportamento finanziario adottate dalle medie imprese: percorso di crescita «*finance based*» e percorso di crescita «*firm based*». I due percorsi si differenziano per la configurazione di due parametri: l'apporto quantitativo di risorse finanziarie da parte degli intermediari finanziari e il coinvolgimento degli intermediari nella funzione finanziaria dell'impresa.

Alle imprese che realizzano un percorso di crescita «*finance based*», gli intermediari finanziari forniscono le risorse finanziarie nella forma di capitale di debito e capitale di rischio; le risorse esterne sono dunque impiegate «quale volano indispensabile per l'innescò e il mantenimento della traiettoria di crescita tracciata dall'impresa» (p. 92).

Le imprese che realizzano percorsi di crescita «*firm based*» si contraddistinguono per un prevalente uso delle fonti interne di finanziamento, con scarso ricorso a prestiti bancari, e per un rapporto con gli intermediari finanziari di tipo occasionale e finalizzato alla risoluzione di problemi specifici, privo di qualunque forma di coinvolgimento più intenso. In tal caso, il percorso di crescita è sostenuto dalle risorse generate internamente e da eventuali apporti finanziari da parte del nucleo imprenditoriale, nella forma di risorse monetarie vere e proprie o di garanzie prestate a favore dell'azienda. In sintesi, la scelta di uno specifico percorso di crescita finanziario trova le sue origini nella storia dell'azienda e del suo imprenditore e può essere ricondotta ad una molteplicità di fattori:

- il fabbisogno finanziario esterno e i tempi di copertura dello stesso;
- l'intensità di capitale del settore;
- la cultura finanziaria del fondatore;
- l'integrazione dell'imprenditore nella comunità finanziaria di appartenenza;
- la natura e la struttura del capitale circolante.

Tutto ciò non fa altro che confermare quanto avanzato da Bonomi e Rullani (2005) i quali parlano di un *capitalismo personale* in Italia che ha la capacità di intraprendere nuove strade di crescita e di sviluppo, le quali non implicano necessariamente la *spersonalizzazione* dell'impresa, un approccio *capital consuming* ed una *normalizzazione finanziaria*. «Il *capitalismo personale* è una forma originale e non transitoria di capitalismo, in cui le singole persone, facendo appello alla loro intelligenza e cultura di uomini, costruiscono sistemi di business in cui la rete economica complementa quella sociale.» (Rullani, 1999).

¹⁸ Grandinetti (2007), il quale sostiene la necessità dello sviluppo della dimensione finanziaria nei processi di crescita delle medie imprese, riconosce al riscontro empirico di Caselli di imprese di successo prive di qualunque forma evolutiva della funzione finanziaria un'indubbia importanza.

4. La ricerca

4.1. Prospettiva teorico-filosofica, metodologia e metodi adottati

La domanda di ricerca¹⁹, attorno alla quale si sviluppa il nostro processo di investigazione, è orientata a conoscere il rapporto esistente tra *i processi di crescita e di consolidamento delle medie imprese familiari italiane e le modalità di finanziamento degli stessi*. In particolare l'interrogativo che alimenta la ricerca è il seguente: qual è la logica sottostante la scelta delle modalità di finanziamento nelle medie imprese familiari italiane?

Per la piena comprensione del processo di ricerca, è indispensabile chiarire la prospettiva teorico-filosofica di riferimento, che rappresenta «qualche cosa di più ampio e anche di più generale di una teoria: è una visione del mondo, una finestra mentale, una griglia di lettura che precede l'elaborazione teorica» (Corbetta, 1999, p. 18) e orienta il modo di fare ricerca. Il paradigma teorico-filosofico che fa da sfondo al presente progetto di ricerca è il paradigma interpretativista²⁰.

La metodologia di ricerca del presente studio deriva necessariamente dalla prospettiva teorico-filosofica adottata ed è basata sul *multiple field case study*²¹. Lo studio del caso aziendale consiste nell'analisi prolungata di un sistema delimitato nel tempo e nello spazio, attraverso la raccolta dettagliata di dati e informazioni, che descrivono le condizioni storiche, sociali ed economiche dell'ambiente di riferimento.

In particolare, allo scopo di interpretare il rapporto esistente tra i processi di crescita delle medie imprese italiane e le modalità di finanziamento adottate, si analizzano due casi aziendali di medie imprese operanti nel comparto cuoio-pelletteria, in quanto casi emblematici di medie imprese

¹⁹ «Defining the research questions is, probably, the most important step to be taken in a research study, so you should allow patience and sufficient time for this task. The key is to understand that research questions have both substance (e.g. What is my study about?) and form (e.g. Am I asking a "who", "what", "where", "why", or "how" questions?)» (Yin, 2003, p. 7).

²⁰ Il termine interpretativismo fa riferimento a tutte le visioni teoriche per le quali la realtà non può essere semplicemente osservata, ma deve essere interpretata. Nell'ambito di tale paradigma, la questione ontologica, quella epistemologica e quella metodologica assumono peculiari configurazioni (Corbetta, 1999, p. 38-39).

Secondo la logica del costruttivismo, il mondo conoscibile è quello del significato attribuito dagli individui. Quindi non esiste una realtà sociale universale valida per tutti gli uomini (realtà assoluta), ma esistono molteplici realtà (realtà multiple) secondo le diverse prospettive con cui gli uomini vedono ed interpretano i fatti sociali.

Sotto il profilo epistemologico non c'è separazione tra studioso e oggetto di studio. La scienza sociale, nel perseguire l'obiettivo di comprensione del comportamento individuale, può utilizzare astrazioni e generalizzazioni, ossia tipi ideali ed enunciati di possibilità.

Le tecniche di ricerca, infine, sono qualitative e soggettive, poiché lo scopo principale della ricerca è quello di comprendere il significato attribuito dal soggetto alla propria azione.

²¹ «An empirical inquiry that investigates a contemporary phenomenon within its real-life context, especially when the boundaries between phenomenon and context are not clearly evident» (Yin, 2003, p. 13).

italiane di successo che presentano modalità antitetiche per quanto attiene alle scelte di *corporate finance*. I metodi di ricerca impiegati sono l'intervista semistrutturata e l'analisi documentale.

Particolare attenzione è stata posta alla *selezione del settore industriale e dei due casi aziendali*. In questo progetto di ricerca l'attenzione è posta su uno dei quattro settori cardine dell'industria manifatturiera italiana²²: il settore Abbigliamento-moda e, in particolare, il comparto cuoio-pelletteria-calzature.

Il valore aggiunto dell'industria italiana dell'Abbigliamento-moda è stato, nel 2006, di 26 miliardi di euro (cifra superiore al valore aggiunto complessivo delle industrie aerospaziali di Francia, Germania e Regno Unito) mentre il numero di occupati è stato pari a 719 mila; nel 2008, il surplus commerciale con l'estero ha raggiunto i 22 miliardi di euro.

Inoltre, per il 2006, l'Italia è risultata al primo posto nel settore cuoio-pelletteria-calzature secondo la classifica del *Trade Performance Index UNCTAD/WTO*²³. Nel settore cuoio-calzature sono stati impiegati 167 mila addetti; Toscana, Marche e Veneto hanno ciascuna in questo comparto più occupati di Francia e Germania. La rilevanza economica del settore cuoio-pelletteria in Italia giustifica dunque la scelta del settore industriale da indagare.

All'interno dello specifico settore, sono state selezionate due aziende "idealtipo", che avessero la dimensione di media impresa, operassero con successo nel contesto italiano e internazionale ma utilizzassero strumenti di finanziamento differenti: l'una (*The Bridge*) strumenti finanziari "tradizionali" (autofinanziamento, debiti di funzionamento, debiti bancari a breve termine) e l'altra (*Piquadro*) strumenti di finanziamento più "evoluti" (ricorso al *private equity*, quotazione in Borsa). Per ognuno dei due casi aziendali selezionati, le informazioni raccolte sono di seguito riportate in base alla seguente griglia di analisi: il profilo aziendale, il processo di crescita, la struttura finanziaria e le fonti di finanziamento.

²² I settori cardine dell'industria manifatturiera italiana, quelli in cui l'Italia è più specializzata e presenta un surplus commerciale rilevante con l'estero, si possono raggruppare nelle "4A" del made in Italy: Alimentari-vini; Abbigliamento-moda; Arredo-casa; Automazione-meccanica-gomma-plastica (Fondazione Edison, 2009).

²³ Il Trade Performance Index (TPI) è un nuovo indicatore elaborato congiuntamente da UNCTAD e da WTO attraverso il loro International Trade. Il TPI è stato elaborato per 14 macrosettori in cui è stato suddiviso il commercio internazionale. Per ogni macrosettore di ciascun Paese è stato costruito un indice composito basato su 5 sottoindicatori: il saldo commerciale, l'export pro-capite, la quota nell'export mondiale, il livello di diversificazione di ogni macrosettore in termini di numero di prodotti, il livello di diversificazione dei mercati. Per maggiori dettagli si veda International Trade Centre UNCTAD/WTO, *The Trade Performance Index. Technical Notes*, maggio 2007.

4.2. Il caso aziendale “The Bridge”²⁴

4.2.1. Il profilo aziendale

Il Ponte Pelletteria s.p.a. nasce per volontà di cinque ragazzi nel 1969 a Scandicci (Firenze). In origine, era un grande laboratorio artigiano, situato nella frazione di Ponte a Greve (da qui deriva il nome “The Bridge”), nel quale le competenze e le abilità specifiche di ciascun socio fondatore si amalgamavano, dando vita a borse e accessori di alta qualità, realizzati con materiali pregiati. Da allora, le materie prime italiane e la lavorazione artigianale della tipica bottega fiorentina si combinano ad una estetica “English style”, realizzando un originale stile Anglo-Toscano.

L’attività produttiva è realizzata presso unità dislocate sul territorio nazionale e presso stabilimenti situati nell’Est Europa. La delocalizzazione produttiva, scelta necessaria, ha avuto inizio negli anni ’90 per ridurre gli elevati costi di produzione. L’alta qualità del prodotto è garantita dall’impiego di materie prime totalmente *made in Italy*.

I principali mercati internazionali sono Germania e Regno Unito, ma l’azienda è presente in tutti i continenti, prevalentemente in *boutique wholesale* (all’ingrosso), realizzando all’estero circa il 22% del proprio fatturato.

Oggi il Ponte Pelletteria s.p.a. serve egregiamente il segmento del lusso accessibile utilizzando i due marchi riconosciuti a livello internazionale: “The Bridge” nato nel 1975 e “Wayfarer The Bridge” più recente (entrambi di proprietà della holding del gruppo, il Ponte Finanziaria s.p.a.). Dal 2001 è stato avviato un progetto di espansione capillare sul territorio e l’applicazione di uno stile architettonico uniforme a tutti i negozi, che identifichi il mondo “The Bridge”. L’azienda è giuridicamente un gruppo aziendale la cui holding capogruppo è “Il Ponte Finanziaria S.p.a.”. È un gruppo a proprietà familiare che fa capo a tre dei cinque soci fondatori (Benvenuti F., Ferri A., Biagioni F.). Il gruppo imprenditoriale è così formato dalla prima e dalla seconda generazione. Gli imprenditori della prima generazione sono artigiani, hanno maturato le proprie competenze nelle botteghe artigiane fiorentine, ed hanno preferito dedicarsi agli aspetti produttivi ed operativi della gestione aziendale. Questi imprenditori rientrano perfettamente nella tipologia di “imprenditore artigiano” individuata da Smith (1967)²⁵:

²⁴ I dati e le informazioni raccolte provengono da una lunga intervista semistrutturata con la dott.ssa Novella Ferri (figlia di uno dei soci fondatori, oggi Responsabile delle risorse umane) realizzata nel 2009, dallo scambio di mail con il Sig. Marco Barzini (responsabile area contabile), e dall’analisi di documenti aziendali (bilanci di esercizio, bilanci consolidati e relazioni sulla gestione degli anni 2006-2007-2008, materiale pubblicitario, sito web, giornali).

²⁵ In Marchini, 2000, vol. I, p. 95. L’“imprenditore artigiano” si differenzia dall’“imprenditore opportunistista”; infatti quest’ultimo non si lascia coinvolgere nelle attività esecutive, preferisce dedicarsi ad attività strategiche e il suo orientamento è di lungo periodo, inoltre attua processi di delega.

l'“imprenditore artigiano” è colui che si coinvolge nelle attività esecutive, privilegia l'accentramento del potere ed ha un orientamento strategico di breve periodo. Ma la gestione di un'azienda di successo per quarant'anni ha sicuramente stimolato quell'evoluzione nello stile di direzione di ciascun socio, indispensabile per creare la necessaria consonanza tra le fasi di sviluppo e crescita dell'impresa e il «ciclo di vita dell'imprenditore» (Marchini, 2000, p. 121).

Oggi il gruppo “*The Bridge*” presenta una struttura organizzativa formalizzata, con ruoli ben definiti, con due manager professionisti (direttore commerciale e direttore di produzione) ai quali sono state delegate le decisioni operative, affinché gli imprenditori possano concentrarsi sull'attività strategica, di coordinamento e di controllo.

I quattro giovani imprenditori della seconda generazione si sono ritrovati a lavorare nell'impresa di famiglia, fianco a fianco, senza essersi scelti reciprocamente, come avevano fatto i loro genitori quando giovani ragazzi avevano costituito l'azienda, e hanno cercato di ritagliarsi il ruolo più appropriato all'interno dell'organizzazione (*brand director, retail manager, responsabile sviluppo prodotto, responsabile risorse umane*). Nessuno dei quattro ha una formazione specifica in campo aziendalistico, economico e/o ingegneristico. Ma sono accomunati da un'esperienza comune: fin dalla nascita hanno respirato quell'atmosfera aziendale, trapelata dalle parole, dai gesti, dalle emozioni e dalle preoccupazioni dei loro genitori, i quali hanno dedicato tutta la loro vita all'esperienza imprenditoriale.

L'obiettivo del gruppo imprenditoriale è da sempre quello di realizzare un prodotto di qualità distintiva, contraddistinto da «*artigianalità, informalità e durevolezza, trasformati oggi in trasversalità, edonismo ed eco sostenibilità*» (Ferri N.).

4.2.2. *Il processo di crescita*

Oggi “*The Bridge*” è un gruppo aziendale di media dimensione: nel 2008 ha conseguito un fatturato pari a 37 milioni di euro, con un capitale investito di 34 milioni di euro, impiegando circa 90 dipendenti negli stabilimenti italiani.

La dimensione attuale è il risultato di un percorso di crescita avviato fin dal 1975 per sfruttare la congiuntura economica favorevole degli anni del boom economico italiano.

Nei quarant'anni di storia, lo sviluppo quantitativo si è coniugato allo sviluppo qualitativo. Le strategie competitive di penetrazione del mercato, di sviluppo del prodotto e di sviluppo dei mercati (strategia di internazionalizzazione) hanno prodotto una crescita operativa e strutturale interna che si è combinata allo sviluppo di relazioni interaziendali e intraaziendali. Le relazioni cooperative (*network* esterni) intessute con i partner della

supply chain hanno garantito i benefici dell'integrazione verticale senza i vincoli della stessa: minor fabbisogno di risorse finanziarie proprie, maggiore flessibilità con sostituzione di costi variabili a costi fissi, sviluppo di sinergie combinando risorse e competenze, maggiore efficienza produttiva e maggior stimolo all'innovazione tecnologica.

La crescita ha trovato espressione anche nella creazione di un gruppo aziendale, attraverso il quale gestire opportunamente i diversi stili di produzione e di commercializzazione legati ai due differenti marchi ("*The Bridge*" e "*Wayfarer The Bridge*"), isolare il rischio associato alle due iniziative produttive, gestire autonomamente i clienti e i fornitori, e infine valutare efficacemente le performance delle due iniziative.

L'attuale obiettivo strategico è il potenziamento del marchio nel mondo, valorizzando la tradizione artigiana fiorentina che incorpora. La Responsabile delle risorse umane (Ferri N.) ha avviato un progetto di recupero e salvaguardia della cultura artigiana fiorentina nella pelletteria. Attraverso le interviste ai tecnici impiegati presso l'azienda, Ferri sta recuperando le procedure e le tecniche di produzione dei prodotti in pelle per far sopravvivere e dare valore alle abilità artigiane che purtroppo si stanno perdendo. La cultura artigiana fiorentina dovrà essere comunicata alla clientela, per il tramite dei manager dei punti vendita, i quali dovranno essere adeguatamente formati. L'obiettivo prioritario è diffondere la cultura artigiana di cui l'azienda è custode, incorporata nei suoi prodotti, e trasformarla in un vantaggio competitivo duraturo.

4.2.3. *La struttura finanziaria e le fonti di finanziamento*

Il capitale è prevalentemente investito nell'attivo circolante (nel 2008 esso rappresenta l'84% del totale attivo); la quota residua, pari al 16%, è investita nell'attivo immobilizzato. Il ridotto investimento in attivo fisso è spiegato principalmente dalla delocalizzazione produttiva e dall'esternalizzazione in Cina, praticata ormai da quasi due decenni. Le voci che assorbono maggiori risorse finanziarie sono le rimanenze di magazzino (25%) e i crediti verso la clientela (43%).

Il capitale investito risulta essere finanziato, in egual misura, dal patrimonio netto (46%) e dal passivo corrente (45%). Tra le passività correnti, la voce dominante è rappresentata dai debiti commerciali che ammontano al 30%. Solo per il 13%, il gruppo ricorre all'indebitamento bancario. Il passivo consolidato è una voce residua, ed accoglie le passività per spese future (fondi rischi e oneri). Non sono evidenziati debiti finanziari a lungo termine. In realtà, l'azienda fa ricorso a finanziamenti a lungo termine nella forma di debiti per contratti di leasing, che non sono però evidenziati in stato patrimoniale, essendo il bilancio redatto secondo i principi contabili nazionali. I debiti residui per leasing sono iscritti tra i conti d'ordine, ma se

fossero inseriti nello stato patrimoniale, secondo il metodo finanziario di contabilizzazione, il passivo consolidato raggiungerebbe la percentuale del 15% (mentre l'attivo fisso sarebbe pari circa al 25%, se il valore dei beni in leasing fosse iscritto tra le immobilizzazioni materiali). La struttura finanziaria è sostanzialmente equilibrata: il patrimonio netto finanzia totalmente l'attivo immobilizzato e una parte dell'attivo circolante; la quota residua dell'attivo circolante è coperta dal passivo corrente e consolidato.

Nei quarant'anni di storia del gruppo "The Bridge", la principale fonte di finanziamento è stata l'autofinanziamento. Il *cash flow* generato dalla gestione corrente ha finanziato adeguatamente i processi di crescita e di sviluppo dell'impresa. L'azienda ha scarsamente fatto ricorso alle risorse finanziarie esterne, sia nella forma di debito sia nella forma di *equity*, perché, da un lato, non ne ha avuto bisogno grazie all'abbondante flusso di autofinanziamento, e dall'altro per timore del gruppo imprenditoriale che i costi e i rischi connessi al reperimento esterno delle risorse fossero maggiori dei benefici derivanti. Gli imprenditori di prima generazione sono a tutt'oggi restii a dover rendere conto del proprio operato ad eventuali finanziatori esterni o ad altri soci esterni (operatori di *private equity* o mercato dei capitali), e restii a dover soddisfare gli obiettivi a breve termine di soggetti terzi, a discapito degli obiettivi aziendali a lungo termine.

4.2.4. Prime considerazioni di razionalità limitata sul caso "The Bridge"

"The Bridge" è un gruppo di media dimensione, a proprietà familiare, che opera con successo da quarant'anni nel *made in Italy* (comparto cuoio-pelletteria). Da laboratorio artigiano fondato da cinque giovani fiorentini nel 1969, si è trasformato in una importante realtà industriale del distretto produttivo di Scandicci che opera nel contesto nazionale e internazionale, servendo con prodotti di alta qualità il segmento del lusso accessibile.

Il percorso di sviluppo è stato sostenuto efficacemente dagli strumenti finanziari "tradizionali" (autofinanziamento e debiti di funzionamento) senza necessità di ricorrere a fonti di finanziamento esterne (debiti finanziari, *private equity*, quotazione sul mercato dei capitali). In particolare, le strategie di crescita sono state sviluppate nel rispetto degli obiettivi del gruppo imprenditoriale, ossia mantenere la proprietà e il controllo dell'azienda ed evitare il controllo esercitato da eventuali finanziatori a titolo di capitale di rischio e/o capitale di credito, e coerentemente alla disponibilità di risorse finanziarie.

Per il futuro, gli imprenditori di seconda generazione non escludono la possibilità di ricorrere a risorse finanziarie esterne per sostenere gli ingenti investimenti che le future strategie di valorizzazione del marchio, di espansione capillare sul mercato nazionale e sui mercati internazionali e di estensione della gamma produttiva richiedono.

4.3. Il caso aziendale “Piquadro”²⁶

4.3.1. Il profilo aziendale²⁷

L’azienda “Piquadro” è fondata da Marco Palmieri con alcuni soci a Riola di Vergato (Bo) nel 1987. Nei primi dieci anni di vita, l’impresa si occupa della produzione in conto terzi di articoli di pelletteria servendo i principali brand di lusso italiani. Solo successivamente, grazie all’esperienza acquisita, alla conoscenza del mercato e alla capacità di individuare una nicchia di mercato nella quale inserirsi, l’azienda fa il salto di qualità iniziando a produrre borse professionali, valigeria e articoli di piccola pelletteria con marchio proprio. Il marchio Piquadro nasce dunque nel 1998 per volontà dei due fratelli Marco e Pierpaolo Palmieri, attualmente soci della Piquadro s.p.a., di cui il primo è Presidente e Amministratore delegato, mentre il secondo è Direttore commerciale nonché Amministratore di Piquadro Holding.

I due fratelli imprenditori detengono la maggioranza del capitale sociale delle imprese del gruppo, spesso per il tramite di altre società, ed esercitano il potere di controllo sull’intero gruppo aziendale. A tutti gli effetti si può parlare di *family business*.

Il processo di delocalizzazione produttiva ha avuto inizio negli anni ’90, e oggi l’attività produttiva è totalmente delocalizzata in Cina, dove i partner, rigorosamente selezionati, garantiscono il rispetto di elevati standard qualitativi ed etici. Le materie prime impiegate nei processi produttivi sono acquistate prevalentemente sul mercato italiano.

In Italia, presso il nuovo stabilimento di Gaggio Montano (Bo) inaugurato nel 2006, si svolgono l’attività logistica e di riassortimento, l’attività di ricerca e sviluppo, design, ingegnerizzazione, pianificazione degli acquisti, controllo qualità, marketing e comunicazione, e infine l’attività di distribuzione.

4.3.2. Il processo di crescita

Il gruppo “Piquadro” ha raggiunto, in ventidue anni, la media dimensione con un fatturato di 50 milioni di euro, un capitale investito pari a 49 milioni di euro, impiegando complessivamente 570 dipendenti²⁸.

²⁶ Per la disamina approfondita del caso studio si veda Palazzi F., “Case Study – La finanza come volano per la crescita aziendale. Il caso Piquadro”, *Rivista Piccola Impresa/Small Business*, n. 2, anno 2010, pagg. 129-136.

²⁷ I dati e le informazioni raccolte provengono dall’analisi dei documenti aziendali (bilanci consolidati al 31/3/2009-31/3/2008 e relazioni allegate, sito web, giornali, materiale pubblicitario) nonché delle pagine dedicate a Piquadro s.p.a. in Peveraro, 2007.

²⁸ Dati aggiornati al 31 marzo 2009.

Il processo di crescita è stato repentino, ma l'accelerazione si è verificata a partire dal 1998, anno in cui è cambiata radicalmente la strategia aziendale: inizia la produzione con marchio proprio, si procede con l'apertura dei primi negozi, e i fratelli Palmieri sbarcano in Cina per delocalizzare l'attività produttiva. La crescita ha assunto la forma sia di sviluppo quantitativo sia di sviluppo qualitativo, mediante relazioni cooperative con selezionati partner della filiera produttiva internazionale e attraverso la costituzione di un gruppo aziendale.

La crescita è un obiettivo consapevolmente perseguito dal gruppo imprenditoriale, affiancato a tal fine da partner finanziari specializzati, le cui competenze specifiche, la cui professionalità nonché la disponibilità di ingenti risorse finanziarie sostengono efficacemente il percorso di sviluppo aziendale.

4.3.3. La struttura finanziaria e le fonti di finanziamento

Il capitale aziendale è prevalentemente investito nell'attivo circolante (che in media ammonta al 70%) e solo un terzo nell'attivo fisso. I crediti commerciali rappresentano ben il 40% del capitale investito. Le rimanenze di magazzino ammontano in media al 18% e soddisfano le esigenze di flessibilità e tempestività di risposta al mercato.

Il capitale investito è finanziato in egual misura dal patrimonio netto (34%), dal passivo consolidato (32%) e dal passivo corrente (34%). Il patrimonio netto finanzia totalmente l'attivo immobilizzato; le passività consolidate e correnti finanziano l'attivo circolante. Tra le passività consolidate, le due voci rilevanti sono i debiti verso istituti bancari (17%) e i debiti per leasing²⁹ (13%). L'azienda fa ricorso all'indebitamento bancario esclusivamente nella forma di debiti a lungo termine. La voce rilevante delle passività correnti è costituita dai debiti di funzionamento.

Complessivamente l'azienda presenta una struttura patrimoniale equilibrata, con un indice di indebitamento che è progressivamente migliorato negli ultimi tre esercizi passando da un 3,52 a 1,92.

L'attuale struttura del capitale è il risultato di un percorso finanziario evoluto, contraddistinto dalla significativa presenza di partner finanziari specializzati, entrati in azienda per volontà dell'imprenditore Marco Palmieri, il quale desiderava confrontarsi con professionisti che avessero un approccio finanziario al business e le competenze finanziarie a lui mancanti. E così nel 2002 il fondo di Fineco Capital sottoscrive interamente l'aumento di capitale pari a 2,5 milioni di euro, arrivando a possedere il 25% della società. Nel luglio del 2005, il fondo BNL acquisisce il 35% del

²⁹ Risultano iscritti in stato patrimoniale in quanto previsto dai Principi Contabili Internazionali (IAS/IFRS).

capitale sociale della Piquadro Holding, sostituendo il precedente socio finanziario. La stessa BNL eroga un debito di 10 milioni di euro. Nel 2007 si arriva alla quotazione in Borsa, segmento Expandi; l'azienda è stata collocata sul mercato a 110 milioni di euro. Oggi il mercato detiene una quota di minoranza del capitale sociale di Piquadro s.p.a. che ammonta al 13%.

L'apertura del capitale a terzi è vissuta dagli imprenditori come strumento indispensabile per lo sviluppo aziendale, in quanto garantisce risorse finanziarie ingenti, che il flusso di autofinanziamento non sarebbe stato comunque in grado di generare, e soprattutto, competenze e professionalità specialistiche. I partner finanziari sono stati attratti da un modello di business lungimirante e da figure imprenditoriali determinate a lasciare un segno nella storia della propria azienda.

4.3.4. Prime considerazioni di razionalità limitata

Il gruppo "Piquadro" è l'esempio di azienda familiare che ha percorso la via del rapido sviluppo, collocando con successo il *made in Italy* nel mondo. In essa si coniugano perfettamente l'imprenditorialità dei fratelli Palmieri alla managerialità e alle competenze specifiche dei professionisti che prestano la loro attività in azienda, realizzando quel modello di *imprenditorialità manageriale*³⁰ fatto di comportamenti, a volte, più imprenditivi e, a volte, più amministrativi a seconda delle spinte provenienti dall'ambiente esterno o dai fattori interni all'organizzazione.

La finanza aziendale è considerata uno strumento indispensabile per lo sviluppo dell'impresa. L'intervento degli operatori di *private equity*, attratti da progetti di sviluppo interessanti, ha dato forte impulso al processo di crescita, attraverso le cospicue risorse finanziarie e le elevate competenze apportate in azienda. Gli strumenti finanziari "tradizionali" (autofinanziamento e debiti commerciali) si sono combinati efficacemente agli strumenti, per così dire, più "evoluti" (intervento del *private equity*, quotazione in Borsa) creando una struttura finanziaria equilibrata, capace di sostenere l'importante percorso di sviluppo, senza tuttavia modificare la natura dell'azienda che resta familiare.

5. Riflessioni conclusive

Nell'ultimo decennio, le Medie Imprese Italiane sono state le promotrici di un'interessante evoluzione che ha riguardato il sistema produttivo nazionale. Sono rimaste nell'ombra fino ad oggi, accomunate da sempre alle piccole imprese e differenti da queste ultime, secondo l'opinione prevalente, esclusivamente per il valore dei parametri quantitativi (numero addetti,

³⁰ In Marchini, 2000, vol. I, pag. 87.

fatturato, totale attivo) comunemente impiegati per classificare le imprese.

Tuttavia l'essenza della media impresa va oltre il valore di eventuali standard quantitativi, e si ritrova nelle caratteristiche qualitative che la contraddistinguono dalle altre categorie di imprese. E la sfida, per gli studiosi, consiste proprio nel identificare le peculiarità di queste imprese.

Da più parti si auspica che il numero delle medie imprese aumenti progressivamente, poiché il loro impatto sul sistema economico è significativo in termini di occupazione, valore aggiunto, esportazioni. Per questo motivo è interessante analizzare le dinamiche di sviluppo poste in essere dalle attuali medie imprese di successo, per conoscerne i percorsi evolutivi che hanno consentito la transizione dalla piccola alla media dimensione e il consolidamento della posizione raggiunta.

Il progetto di ricerca indaga il rapporto esistente tra i processi di crescita e sviluppo delle medie imprese familiari italiane e le relative modalità di finanziamento.

Il processo di crescita che ha condotto alla media dimensione, per le due aziende familiari oggetto di studio, è il risultato sia di uno sviluppo quantitativo sia di uno sviluppo qualitativo. La crescita dimensionale, nella forma di crescita operativa e crescita strutturale, è stata conseguita attraverso adeguate strategie di penetrazione del mercato, strategie di sviluppo del prodotto, nonché di espansione sui mercati internazionali. Il contemporaneo sviluppo qualitativo, fatto di relazioni interpersonali e relazioni intese con altre aziende, anche in ambito internazionale, non ha fatto altro che consolidare il percorso di sviluppo intrapreso.

Entrambe le aziende presentano strutture finanziarie equilibrate con un basso livello di indebitamento, ma sono il risultato di politiche finanziarie profondamente differenti tra loro. Infatti il gruppo *"The Bridge"*, nella sua storia quarantennale, ha impiegato, come principali strumenti di finanziamento, il flusso di autofinanziamento e i debiti di funzionamento, e, solo in via residuale, l'indebitamento bancario a breve termine, in accordo alla *Pecking Order Theory* (Myers, 1984; Myers and Majluf, 1984). Tali strumenti finanziari "tradizionali" hanno adeguatamente sostenuto il processo di crescita aziendale, che è stato promosso e realizzato *step by step* coerentemente alla disponibilità di risorse finanziarie, e, secondariamente, tali strumenti hanno assecondato la volontà del gruppo imprenditoriale, restio a fare ricorso alle risorse finanziarie esterne per timore di dover sottomettere gli obiettivi aziendali agli obiettivi di finanziatori o investitori esterni e per paura di perdere il controllo dell'impresa familiare.

Per il gruppo *"Piquadro"*, il flusso di autofinanziamento ha contribuito a coprire le esigenze finanziarie contemporaneamente alle risorse messe a disposizione dagli investitori istituzionali (operatori di *private equity*) nella forma di capitale di rischio e di capitale di debito a lunga scadenza e alle risorse erogate dal mercato azionario. Il flusso di risorse finanziarie, nonché

le competenze finanziarie fornite dagli investitori istituzionali, attratti da progetti di sviluppo lungimiranti, hanno sostenuto efficacemente il rapido percorso di crescita avviato alla fine degli anni '90 e ancora in corso. L'apertura verso l'esterno, in particolare nei confronti degli investitori istituzionali, è stata la risposta all'esigenza e al desiderio dell'imprenditore di farsi affiancare, nel percorso di sviluppo, da persone con elevate competenze finanziarie specifiche e molta esperienza. Il forte ricorso al capitale di rischio esterno trova giustificazione nella disponibilità di un flusso di autofinanziamento e di *insider equity* non sufficiente a coprire le importanti esigenze finanziarie derivanti dagli ambiziosi progetti di sviluppo, nonché nella volontà di inviare segnali positivi al mercato attraverso la patrimonializzazione aziendale, in linea con la teoria dei segnali (Leland, Pyle, 1977).

Ma per poter comprendere pienamente la logica finanziaria di queste due medie imprese, non si può prescindere dagli obiettivi, dalle competenze, dalle esperienze precedenti, dalle motivazioni e dalle preferenze individuali degli imprenditori (o dei componenti della famiglia imprenditoriale), in quanto questi sono i fattori che hanno influenzato le decisioni finanziarie, dando vita ad un percorso finanziario che ha i connotati di unicità e che non può essere standardizzato, coerentemente a quanto evidenziato nei numerosi contributi teorici appartenenti al filone della finanza imprenditoriale (Colot, Michel, 1996; Gibson, 1992-1993; Barton, Matthews, 1989; Hutchinson, 1995; Cressy, 1995; McMahon, Stanger, 1995; Cressy, Olofsson, 1997; Gregory, Rutherford, Oswald, Gardiner, 2005; Gallo, Tàpies, Capuyns, 2004).

Nei due casi specifici, le imprese hanno realizzato percorsi finanziari alternativi (come ipotizzato e verificato empiricamente già da Caselli, 2005): "The Bridge" ha intrapreso un percorso «*firm based*», contraddistinto dal prevalente uso delle fonti interne di finanziamento, con scarso ricorso a prestiti bancari, e relazioni occasionali con gli intermediari finanziari; "Piquadro" ha intrapreso un percorso «*finance based*», caratterizzato dall'ampio ricorso a risorse finanziarie esterne nella forma di capitale di debito e capitale di rischio e dalla collaborazione intensa con gli intermediari finanziari i quali apportano significative competenze.

Il principale limite del presente lavoro, insito nell'approccio teorico-filosofico interpretativista, emerge dalla metodologia di ricerca adottata, basata sul *multiple field case study*, la quale non consente la generalizzazione dei risultati raggiunti.

Però l'indagine condotta consente alcune importanti considerazioni:

- contrariamente a quanto sostenuto dai numerosi fautori dello squilibrio finanziario delle piccole e medie imprese, i dati statistici evidenziano chiaramente che le medie imprese manifatturiere italiane hanno una struttura del capitale equilibrata, nonostante un grado di patrimonializzazione contenuto rispetto alle medie imprese europee ma comunque

sufficiente a finanziare totalmente l'attivo immobilizzato; il capitale risulta essere investito prevalentemente in attivo circolante, coerentemente ai settori produttivi in cui operano le medie imprese italiane (i settori del made in Italy) e alle strategie di esternalizzazione a monte e a valle;

- i casi aziendali mostrano due approcci finanziari alternativi, intrapresi con successo da parte di due medie imprese familiari italiane.

Scaturiscono interessanti interrogativi ai quali si cercherà di dare una risposta nel prosieguo del progetto di ricerca:

- quanto incidono gli obiettivi, le preferenze personali, le esperienze precedenti, la cultura finanziaria dell'imprenditore o del gruppo imprenditoriale sulla scelta delle modalità di finanziamento più opportune a sostegno dei processi di crescita delle MI?
- quanto incide la variabile tempo necessario a realizzare il processo di crescita nella scelta degli strumenti finanziari più idonei?
- sono le caratteristiche del progetto di sviluppo a richiedere l'impiego di taluni strumenti finanziari piuttosto che altri?

*Federica Palazzi
Assegnista Fondazione Isa Marchini
Facoltà di Economia
Università degli Studi di Urbino "Carlo Bo"
federica.palazzi@uniurb.it*

Riassunto

Il presente lavoro di ricerca si propone di indagare la relazione esistente tra i processi di crescita e di consolidamento delle medie imprese familiari italiane e le corrispondenti politiche di finanziamento adottate. Lo studio di due casi di medie imprese le quali operano nel settore del *made in Italy* ed hanno intrapreso percorsi finanziari alternativi, l'una impiegando strumenti finanziari "tradizionali" (autofinanziamento, debiti di funzionamento, debiti bancari a breve termine) l'altra ricorrendo anche a strumenti finanziari "evoluti" (*private equity* e quotazione sul mercato azionario), consente di evidenziare alcune variabili che potrebbero spiegare il comportamento finanziario delle MI: obiettivi, preferenze, precedenti esperienze, cultura finanziaria dell'imprenditore o del gruppo imprenditoriale, tempo di realizzazione e caratteristiche del progetto di sviluppo. Il peso di ciascuna variabile sarà valutato nel prosieguo del progetto di ricerca.

Abstract

This research project does investigate the existing relation between the growth processes of Italian family medium-sized firms and the corresponding financing policies adopted. Two medium-sized firms, operating in the "made in Italy" sector, have been analysed, showing different financial approaches to promote the development process: one firm does use traditional financing tools (self-financing, commercial debts, short-term bank debts) and the other one does employ more developed financing tools (like private equity operator support or stock exchange quotation). The survey does allow to show some interesting variables that could explain the financial behaviour of medium-sized enterprises: objectives, preferences, past experiences, financial culture of the entrepreneur or entrepreneurial group, time and characteristics of the development project. The importance of each variables will be estimate in the future research project.

Classificazione JEL: G 3 – Corporate Finance and Governance

Parole chiave (Key words): medie imprese familiari, politiche di finanziamento, strategie di crescita (family medium-sized enterprises, financing policies, growth strategies).

Bibliografia

Ang J.S., 1991/1992, "On the Theory of Finance for Privately Held Firms", *The Journal of Small Business Finance*, n. 3.

Ang J.S., 1991/1992, "Small Business Uniqueness and the Theory of Financial Management", *The Journal of Small Business Finance*, n. 1(1), 1-13.

Bach – Commissione Europea, 2007, "Bank for the Accounts of Companies Harmonised", <http://europa.eu.int>.

Barton S.L., Matthews C.H., 1989, "Small Firm Financing: Implication from a Strategic Management Perspective", *Journal of Small Business Management*, gennaio.

Bonomi A., Rullani E., 2005, *Il capitalismo personale. Una vita per il lavoro*, Einaudi, Torino.

Brophy D.J., Shulman J.M., 1992, "A Finance Perspective on Entrepreneurship Research", *Entrepreneurship Theory and Practice*, Spring.

Caselli S., 2005, "Crescita aziendale e intermediari finanziari: opzioni di sviluppo e modelli di relazione", in Corbetta G. (a cura di), *Capaci di crescere. L'impresa italiana e la sfida della dimensione*, Egea, Milano.

Colli A., 2002, *Il quarto capitalismo. Un profilo italiano*, Venezia, Marsilio.

Coltorti F., 2004, "Le medie imprese industriali italiane: nuovi aspetti economici e finanziari", *Economia e politica industriale*, n. 121, p. 5-25.

Coltorti F., 2008, "Le medie imprese industriali italiane: aspetti strutturali e dinamici", in Arrighetti A., Ninni A., (a cura di), *Dimensioni e crescita nell'industria manifatturiera italiana. Il ruolo delle medie imprese*, Franco Angeli, Milano.

Corbetta G., 1995, *Le imprese familiari. Caratteri originali, varietà e condizioni di sviluppo*, Egea, Milano.

Corbetta G., 2000, *Le medie imprese. Alla ricerca della loro identità*, Egea, Milano.

Corbetta G., 2005, "Dinamiche di crescita delle imprese familiari italiane", in Corbetta G. (a cura di), *Capaci di crescere. L'impresa italiana e la sfida della dimensione*, Egea, Milano.

Corbetta P., 1999, *Metodologia e tecniche della ricerca sociale*, Il Mulino, Bologna.

Cressy R., 1995, "Business Borrowing and Control: A Theory of Entrepreneurial Types", *Small Business Economics*, n. 7, 291-300.

Cressy R., Olofsson C., 1997, "European SME Financing: An Overview", *Small Business Economics*, n. 9, 87-96.

Cressy R., Olofsson C., 1997, "The Financial Conditions for Swedish SMEs: Survey and Research Agenda", *Small Business Economics*, n. 9, p. 179-194.

Del Giudice R., Bollazzi F., 2007, "Private equity e medie imprese italiane", *Quaderni sull'Investimento nel Capitale di Rischio*, Periodico di Aifi, n. 12.

Demattè C., Corbetta G., 1993, *I processi di transizione delle imprese familiari*, Milano, Mediocredito Lombardo.

Fondazione Edison, 2009, *La struttura del settore manifatturiero italiano: settori e imprese*, Approfondimenti statistici, Quaderno n. 38, giugno.

Franzosi A., Pellizzoni E., 2005, "Gli effetti della quotazione. Evidenze dalle mid & small caps italiane", *Bit Notes* n. 13, www.borsaitaliana.it.

Gallo M.A., Tàpies J., Cappuyns K., 2004, "Comparison of Family and Nonfamily Business: Financial Logic and Personal Preferences", *Family Business Review*, vol. XVII, n. 4, p. 303-318.

Gibson B., 1992, "Financial Information for Decision Making: An Alternative Small Firm Perspective", *The Journal of Small Business Finance*, n. 1(3), p. 221-232.

Gibson B., 1993, "The Alternative to Assuming "Rational" Use of Financial Information within Small Firms", *The Journal of Small Business Finance*, n. 2(2), p. 163-174.

Grandinetti R., 2007, "I percorsi di crescita delle imprese: un modello evolutivo pluridimensionale", in Corò G., Grandinetti R., (a cura di), *Le strategie di crescita delle medie imprese: partnership progetto equal crescita qualitativa e dimensionale delle imprese venete*, Il Sole 24 Ore, Milano.

Headd B., Kirchoff B., 2009, "The Growth, Decline and Survival of Small Businesses: An Exploratory Study of Life Cycles", *Journal of Small Business Management*, vol. 47, n. 4.

Hutchinson R.W., 1995, "The Capital Structure and Investment Decisions of the Small Owner-Managed Firm: Some Exploratory Issues", *Small Business Economics*, n. 7, 231-239.

Iacobucci D., 2008, "Processi di crescita e strutture di governance dei gruppi di medie imprese" in Arrighetti A., Ninni A. (a cura di), *Dimensioni e crescita nell'industria manifatturiera italiana. Il ruolo delle medie imprese*, FrancoAngeli.

Jensen M., Meckling W., 1976, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Capital Structure", *Journal of Financial Economics*, n. 3, 1-27.

La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., 1999, "Corporate Ownership Around the World", *The Journal of Finance*, vol. LIV, n. 2, April.

Leland E.H., Pyle H.D., 1977, "Information Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation", *The Journal of Finance*, n. 2, May.

Marchini I., 1987, "Attualità, specificità, strategie delle piccole e medie imprese", *Finanza, Marketing, Produzione*, n. 1.

Marchini I., 1998, *Il governo della piccola impresa – La gestione delle funzioni*, vol. III, Aspi/Ins-Edit, Genova.

Marchini I., 2000, "Finanza aziendale e piccola impresa: alla ricerca di nuovi paradigmi", *Piccola Impresa/Small Business*, n. 1, p. 3-14.

Marchini I., 2000, *Il governo della piccola impresa- Le basi delle conoscenze*, vol. I, Aspi/Ins-Edit, Genova.

Marchini I., 2005, *Il governo della piccola impresa – La gestione strategica*, vol. II, Aspi/Ins-Edit, Genova.

Massari M., 1977, *La media impresa in Italia*, ISEDI, Milano.

Massari M., 2007, "Il fabbisogno di equity nella media industria", in Cafferata R. (a cura di), *Finanza e industria in Italia*, Collana Aidea, Il Mulino.

McKelvie A., Wiklund J., 2010, "Advancing Firm Growth Research: a Focus on Growth Mode Instead of Growth Rate", *Entrepreneurial Theory and Practice*, March.

McMahon R., Stanger A., 1995, "Understanding the small enterprise financial objective function", *Entrepreneurship: Theory & Practice*, n. 19(4), 21-39.

Mediobanca, Unioncamere, 2010, *Le medie imprese industriali italiane (1998-2007)*, Mediobanca Ufficio Studi.

Merikas A., Bruton G.D., Voziks G.S., 1993, "The Theoretical Relationship between the Strategic Objective of Sales Growth and the Financial Policy of the Entrepreneurial Firm", *International Small Business Journal*, n. 3.

Metallo G., Pencarelli T., 1995, *I circuiti finanziari tra localismi e globalizzazione*, Giuffrè Editore, Milano.

Miller M.H., 1977, "Debt and taxes", *The Journal of Finance*, n. 321, May.

Modigliani F., Miller M.H., 1958, "The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment", *American Economic Review*, n. 3, June.

Montemerlo D., 2005, "La proprietà familiare: motore per la crescita o impianto frenante?", in Corbetta G. (a cura di), *Capaci di crescere. L'impresa italiana e la sfida della dimensione*, Egea, Milano.

Morelli G., Monarca U., 2005, "Regole, governance e struttura finanziaria nella media impresa", *L'Industria*, n. 2, aprile-giugno, p. 257-283.

Myers S.C., 1984, "The Capital Structure Puzzle", *The Journal of Finance*, n. 3, July.

Myers S.C., Majluf N.C., 1984, "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do not Have", *Journal of Financial Economics*, n. 13, 187-221.

Palazzi F., "Case Study – La finanza come volano per la crescita aziendale. Il caso Piquadro", *Rivista Piccola Impresa/Small Business*, n. 2, anno 2010, pagg. 129-136.

Petty J.W., Bygrave W.D., 1993, "What Does Finance Have to Say to The Entrepreneur?", *Journal of Small Business Finance*, n. 2(2), 125-137.

Peveraro S., 2007, *Private Equity e aziende familiari. Dieci storie raccontate dai protagonisti*, Egea, Milano.

Philipsen R.L.C., Kemp R.G.M., 2003, *Capabilities for Growth. An Exploratory Study on Medium-sized Firms in Dutch ICT Services and Life Sciences*, SCALES-paper, N200313.

Rajan R.G., Zingales L., 1998, "Financial Dependence and Growth", *American Economic Review*, vol. 88, n. 3, p. 559-586.

Romano C.A., Tanewski G.A., Smyrnios K.X., 2000, "Capital Structure Decision Making: a Model for Family Business", *Journal of Business Venturing*, n. 16, 285-310.

Ross A.S., "The Determination of Financial Structure: the Incentive Signalling Approach", *The bell journal of economics*, n. 8, spring.

Rullani E., 1999, "Crescita e successione: la metamorfosi del capitalismo personale", *Cuoarivista*, n. 2 Dossier, www.cuoa.it.

Ruozi R., Ferrari P., 2007, *L'ora dei capitali. Nuove opportunità finanziarie per le medie imprese italiane*, EGEA, Milano.

Smith N.R., 1967, *The Entrepreneur and his Firm: the Relationship between Type of Man and Type of Company*, Michigan State University Press, East Lansing.

Varaldo R., Dalli D., Resciniti R., Tunisini A. (a cura di), 2009, *Un tesoro emergente. Le medie imprese italiane dell'era globale*, FrancoAngeli.

Wu Z., Chua J.H., Chrisman J.J., 2007, "Effects of Family Ownership and Management on Small Business Equity Financing", *Journal of Business Venturing*, n. 22, p. 875-895.

Yin R.K., 2003, *Case study research: Design and Methods, Third Edition*, Sage.