

POLITECNICO DI TORINO

Corso di Laurea in Ingegneria Gestionale

Tesi di Laurea Magistrale

**Il ruolo del fondatore su un campione di imprese italiane quotate. Il suo
effetto sulle performance e sulla relazione CEO pay-performance**



Relatore:

Prof.ssa Laura Rondi

Candidato:

Andrea Loggia

Luglio 2019

Indice	
Abstract.....	5
1.Panoramica sulle imprese familiari.....	6
1.1 Introduzione	6
1.2 Aspetti positivi e negativi dei legami familiari	8
1.2.1 Aspetti Positivi	9
1.2.1.1 Gestione a lungo termine	9
1.2.1.2 “Sostituzione”	11
1.2.1.3 Capitale Umano.....	11
1.2.1.4 Fattori politici	11
1.2.2 Aspetti negativi	12
1.2.2.1 Nepotismo.....	13
1.2.2.2 Normative di successione	14
1.3 Teorie legate alle imprese famigliari.....	14
1.3.1 Teoria RBV.....	14
1.3.2 Teoria della stewardship.....	15
1.3.3 Teoria ricchezza socio-emozionale	15
1.3.4 Teoria dell’agenzia	16
1.3.4.1 I type	18
1.3.4.2 II type	19
1.3.4.3 III type	19
1.3.4.4 IV type	20
1.4 Corporate Governance nelle imprese famigliari	20
1.4.1 CEO duality.....	21
1.5 Benefici privati del controllo	22
1.6 Meccanismi per esercitare il controllo.....	24
1.6.1 Patti Parasociali	24
1.6.2 Piramidi Societarie	24
1.6.3 Dual class shares	25
1.7 Meccanismi di Corporate Governance.....	26
1.8 Common Law e Civil Law	29
1.9 Opacità	30
1.10 Riepilogo.....	32
2. Successione	34

2.1	Introduzione	34
2.2	“Patto di Famiglia”	38
2.3	Successione come processo e trasferimento della conoscenza	38
2.4	Fattori che possono influenzare successione del CEO	42
2.5	Un modello di successione	46
2.6	Effetto sulle performance dopo la successione	50
3.	Contesto italiano	51
3.1	Caratteristiche distintive	51
3.2	Richiami storici	51
3.2.1	Storia del mercato azionario	53
3.3	Le Riforme a partire dagli anni Novanta	55
3.3.1	Le privatizzazioni.....	55
3.3.2	Legge Draghi- Testo unico della Finanza (TUF).....	57
3.3.3	Codice di Autodisciplina.....	59
3.3.4	Legge sulla tutela del Risparmio	61
3.4	Studio sull’efficacia delle riforme	62
3.5	Focus sulle imprese familiari in Italia	65
3.6	La Situazione attuale in Italia	66
4.	Regressione ed analisi dei risultati.....	68
4.1	Dataset e raccolta dei dati.....	68
4.2	Principali variabili del dataset	78
4.2.1	Test delle medie di alcune variabili	83
4.3	Studi Precedenti	94
4.3.1	Studio alternativo	99
4.4	Modello di analisi	101
4.4.1	Performance-Founder	101
4.4.2	CEO Founder Pay - Performance	113
	Conclusioni	117
	Sitografia e Bibliografia	121

Abstract

L'obiettivo del presente lavoro di tesi è quello di investigare come la presenza attiva del fondatore all'interno di un campione di società quotate presso la Borsa Italiana possa influenzare, positivamente o negativamente, le performance della società stessa. Vengono presi in considerazione anche i discendenti, in un primo momento non distinguendo tra le diverse generazioni e in un secondo momento suddividendo tra prima (figli o moglie) e successiva generazione. Successivamente viene anche analizzata la relazione CEO pay-performance sempre dal punto di vista del fondatore e dei discendenti nel caso ricoprano la carica di CEO.

È possibile suddividere l'elaborato in due sezioni. Nella prima vengono introdotti i principali aspetti teorici utili per una migliore comprensione della tesi. Vengono analizzati gli aspetti positivi e negativi che deve affrontare una proprietà familiare con un focus particolare sulla successione (capitolo 2). Questo "evento" viene considerato probabilmente il momento più importante della vita del fondatore, poiché dalla sua decisione può dipendere il futuro dell'impresa; infatti una mancata pianificazione e un forte desiderio di lasciare unicamente la proprietà ad un erede, anche se impreparato, può portare al fallimento della società stessa.

Un altro aspetto collegato alla proprietà familiare è che può sfruttare la sua posizione dominante all'interno della società per espropriare gli azionisti/investitori di minoranza. Di conseguenza nel terzo capitolo viene preso in esame il contesto italiano e dopo una descrizione delle sue caratteristiche distintive ("weak managers, strong blockholders and unprotected minority shareholders", Melis 2000) vengono illustrate le riforme attuate a partire dagli anni Novanta con lo scopo proprio di aumentare la protezione offerta a questi investitori di minoranza.

Nella seconda sezione corrispondente al quarto capitolo vengono descritte ed illustrate le variabili utili all'analisi, svolti test delle medie su tali variabili principali, riportati i risultati di studi precedenti, descritti i modelli utilizzati per analizzare le relazioni founder-performance e CEO pay-performance. Infine, vengono commentati i risultati.

1. Panoramica sulle imprese familiari

1.1 Introduzione

A seguito della pubblicazione dell'opera "Modern Corporation and Private Property" di Berle e Means (1932) fu globalmente accettato che la struttura proprietaria dominante a livello mondiale era quella ad azionariato diffuso. L'aspetto fondamentale di questa struttura è la separazione tra proprietà e controllo, dove il capitale risulta frammentato nelle mani degli azionisti ed il controllo viene affidato ad un manager esterno. Anche se il loro studio era stato eseguito prendendo in considerazione un campione di circa 200 imprese americane, le loro affermazioni furono prese per universalmente valide ed applicabili a tutto il resto dei mercati.

Successivamente, le evidenze empiriche di nuovi studi mostrarono che la maggior parte delle società del globo in realtà hanno un azionista di maggioranza, nella maggior parte dei casi rappresentato da una famiglia o dallo Stato (La Porta et al., 1999). Questi azionisti di maggioranza in una proprietà altamente concentrata hanno sia il potere che il giusto incentivo a monitorare e controllare il management, a differenza di quello che avviene nelle imprese ad azionariato diffuso¹. In contrasto possono dar origine a diversi problemi d'agenzia derivanti dal disallineamento di interessi tra azionisti di maggioranza e minoranza e la conseguente espropriazione di quest'ultimi (Morck, 2005).

A proposito di queste imprese caratterizzate dalla concentrazione proprietaria, un'attenzione particolare e sempre crescente negli ultimi decenni è stata rivolta ad una classe speciale di grandi shareholders: le imprese familiari. Come verrà anche ripetuto in seguito l'aspetto caratteristico di questa tipologia di impresa è la concentrazione tra i membri familiari (anche dopo il pensionamento del fondatore, il quale viene considerato portatore unico di competenze ed in grado aggiungere valore all'impresa) della proprietà, del controllo e le posizioni chiave del management². La letteratura afferma che il controllo familiare è molto desiderato dai membri familiari (Chrisman e Chua, 2012) e questo può essere esercitato direttamente posizionando un membro della famiglia come amministratore delegato o presidente del consiglio di amministrazione ed inoltre le famiglie investono gran parte del loro patrimonio all'interno della società (la loro ricchezza è poco diversificata³). Dall'altra parte però il controllo familiare lascia gli azionisti di minoranza ed esterni vulnerabili all'espropriazione sotto forma di dividendi speciali, pacchetti di compensazione eccessivi ed elusione del rischio.

Le motivazioni che possono aver portato ad un crescente interessamento per questa tipologia di imprese possono essere varie come il fatto di poter ricondurre questa struttura anche ad imprese di grandi dimensioni (due esempi mondiali: WalMart Stores e Ford Motor) e non solo alle società dimensioni inferiori come si era ipotizzato in un primo

¹ L'azionista con una partecipazione rilevante si avvantaggia proprio dai miglioramenti indotti da un attento monitoring (Shleifer & Vishny, 1985) e di conseguenza attenua il problema del free-riding.

² Nel loro autoritario studio sulla corporate ownership, La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1999) scoprono che i membri familiari partecipano nel management di almeno il 69% delle imprese che controllano (il controllo era stato definito come 10% della proprietà).

³ In media, ad esempio, le imprese americane hanno il 69% della loro ricchezza investita nell'impresa (Forbes' Wealthiest Americans data).

momento, ed alla dimostrazione che a livello globale è la tipologia di governo societario più diffusa non solo tra imprese pubbliche, ma anche private.

La storia comunque, è piena di spettacolari ascese di imprese familiari. Una delle più importanti e conosciuta è quella dei Rothschilds, infatti questa famiglia non ha solo accumulato la più grande concentrazione di ricchezza privata mai vista nel mondo occidentale⁴, ma ha anche cambiato il destino della storia finanziando monarchi e re. La loro più importante scommessa è stata quella di supportare l'esercito di Wellington, che ha portato alla caduta di Napoleone a Waterloo.

Queste imprese a carattere e base familiare dominano il panorama economico occupando un ruolo primario nella vita economica e sociale, a prescindere dalle tradizioni economiche e dai percorsi di sviluppo dei diversi Paesi (Sharma, Chrisman, Gersick, 2012). Secondo le stime del Family Firm Institute, le imprese familiari rappresentano circa i due terzi di tutte le imprese nel mondo, generano circa il 70-90% del PIL globale annuale e creano il 50-80% dei posti di lavoro nella maggior parte dei paesi del mondo. Già nello studio condotto da La Porta e Lopez-de-Silanes nel 1999 sulle 20 società quotate con maggiore capitalizzazione di mercato dei 27 paesi considerati più sviluppati economicamente era stato scoperto che il 30% di queste imprese erano imprese familiari (nel caso di utilizzo di un campione di imprese più piccolo e una definizione meno restrittiva di controllo tramite una soglia azionaria minore, la percentuale saliva al 53%). Sono particolarmente dominanti in Paesi come l'Europa (il contesto italiano verrà analizzato in seguito, però è utile sottolineare che circa l'85% delle imprese presenti su questo suolo hanno questa forma societaria e circa il 70% affida la gestione a componenti della famiglia⁵), America Latina e Asia (Claessens e Lang, 2000; Shleifer e Vishny, 2003). Anche nel panorama americano sono molto più comuni di quanto si pensi generalmente (Holderness, 2009), smentendo l'ipotesi di Berle e Means. Per esempio, oltre un terzo delle imprese di S&P 500 sono controllate/possedute/gestite dalla famiglia fondatrice e queste generano il 64% del PIL ed impiegano il 62% della forza lavoro totale (Anderson e Reeb, 2003). La tabella sottostante (Ernst & Young, Family Business Yearbook) riassume brevemente i dati di questa presenza onnipotente.

Continente	% aziende familiari su totale aziende	% sul PIL
Europa	85%	70%
Nord America	90%	57% USA 60% Canada
America Latina	85%	60%
Medio Oriente	90%	80%
Asia-Pacifico	85%	57% Sud Asia 32% Nord Asia

Tabella 1: Presenza imprese familiari nel mondo e loro incidenza sul PIL. Fonte: analisi di Ernst & Young presente sul Family Business Yearbook relative all'anno 2017.

Per concludere questa breve introduzione è utile sottolineare ancora due aspetti: il primo è che l'evoluzione delle imprese familiari può essere collegata alla qualità della protezione

⁴ Un giornalista francese nel 1841 ha sostenuto "there is but one power in Europe and that is Rothschild".

⁵ AIDAF, Italian Family Business

che gli azionisti di minoranza ricevono (Burkart et al,2003). Aziende con proprietà azionarie diffuse sono prevalenti solo in Paesi che hanno stabilito un ambiente di governo societario di alta qualità. In un ambiente con una protezione per gli azionisti intermedia, la gestione è delegata ad un manager professionista mentre la famiglia agisce come azionista di controllo per monitorare l'operato del manager. In regimi legali con bassa protezione, a causa degli elevati costi d'agenzia non è presente una separazione tra proprietà e controllo ed il controllo rimane nelle mani della famiglia.

Il secondo è la mancanza ancora al giorno d'oggi di una definizione univoca e condivisa a livello mondiale. Questo può tradursi in una scarsa confrontabilità dei risultati derivanti dalle ricerche empiriche. Nonostante questo, nel 1975 è stata introdotta una definizione all'interno del Codice civile (art 230-bis) definendo impresa familiare come impresa dove "vi collaborano in modo continuativo il coniuge, i parenti entro il terzo grado e gli affini entro il secondo". Sempre secondo l'articolo 230-bis i membri familiari detengono sia diritti patrimoniali che gestionali dell'impresa (ad esempio il diritto di partecipazione agli utili ed i diritti di voto).

Nel 2009 sperando di permettere una maggiore chiarezza sul tema, il *Family Business Group* ha riportato una serie di requisiti (derivanti dal testo originale) da soddisfare in modo da poter considerare un'impresa come familiare:

- "The majority of decision-making rights is in the possession of the natural person(s) who established the firm, or in the possession of the natural person(s) who has/have acquired the share capital of the firm, or in the possession of their spouses, parents, child or children's direct heirs";
- "The majority of decision-making rights are indirect or indirect";
- "At least one representative of the family or kin is formally involved in the governance of the firm";
- "Listed companies meet the definition of family enterprise if the person who established or acquired the firm (share capital) or their families or descendants possess 25 per cent"⁶.

Sintetizzando vengono considerate aziende a conduzione familiare quelle dove il controllo (al 51% se non quotate ed al 25 % se quotate) è esercitato da entità accomunate da legami di parentela. Inoltre, come minimo un membro familiare deve essere coinvolto nel management e viene specificato che il controllo può essere esercitato sia direttamente che indirettamente.

1.2 Aspetti positivi e negativi dei legami familiari

Una delle questioni centrali sulla quale si è soffermata la letteratura è se le imprese familiari si sviluppano come risposta efficiente agli ambienti istituzionali e di mercato oppure se sono il risultato di norme culturali che potrebbero essere costose per le decisioni aziendali ed i risultati economici.

⁶ Final report of the expert group presente nel Family Business Group, pag 10.

I legami tra le famiglie e le imprese che governano possono essere costituiti da differenti elementi come un patrimonio di informazioni unico, di finalità e valore costituito dal sapere e di norme condivise tra famiglia e impresa che le rende speciali. I legami famigliari possono proprio essere considerati come delle risorse strategiche, ovvero rare, inimitabili, insostituibili presenti solo all'interno delle imprese familiari e possono portare più rapidamente al raggiungimento di obiettivi collettivi e condivisi da tutti i partecipanti all'impresa. È proprio nell'interesse di ogni membro familiare perseguire i propri interessi promuovendo quelli del resto della famiglia. La comunicazione, le finanze famigliari ed i ruoli che i membri famigliari assumono nei confronti del business, offrono la sensazione che tutti i membri della famiglia abbiano interesse in ciò che accade al business familiare (Williams,1992). A tal proposito Schulze et al. (2001) riconoscono i benefici altruistici⁷ del coinvolgimento familiare. Simon (1993) ed Eshel et al. (1998) notano che l'altruismo "costringe" i genitori a prendersi cura dei figli, incoraggiando i membri famigliari ad essere considerati l'un l'altro e rendendo l'appartenenza alla famiglia preziosa nella via che promuove e sostiene i legami famigliari. Inoltre, questi tipi di legami incoraggiano i membri familiari a rispettare le norme sociali presenti tipiche dell'ambiente nel quale operano in quanto la reputazione viene considerata un aspetto fondamentale (Giachino, Bertoldi). Nell'International Business & Economics Research Journal vengono proposte alcune nozioni in base alle quali il controllo familiare può essere una fonte di vantaggio (o svantaggio) competitivo (di conseguenza ottenere performance superiori) per le imprese rispetto alle controparti non famigliari.

1.2.1 Aspetti Positivi

1.2.1.1 *Gestione a lungo termine*

La letteratura sottolinea come il successo e la longevità delle imprese famigliari possa derivare in gran parte grazie ad una gestione dell'impresa a lungo termine in grado di sviluppare capacità distintive. In contrasto, le widely-held firms sono spesso associate a prospettive di breve termine ed alla miopia dei loro dirigenti aziendali. Questi estesi orizzonti caratteristici di queste imprese derivanti dai legami famigliari, lealtà e stabilità possono anche fornire incentivi necessari ai decisori per investire efficacemente in accordo alle regole del mercato. Quindi, le imprese famigliari possono proprio essere viste come massimizzatrici del valore a lungo termine. I manager famigliari sono sicuri del loro lavoro e visto che portano il nome familiare, il patrimonio e la reputazione cercano di aumentare il valore del business il più possibile. La loro volontà di porre le esigenze famigliari prima degli interessi personali risiede proprio nello spirito proprietario che pervade tutti i membri famigliari associati con il business familiare.

Un aspetto storico interessante e fondamentale nello spiegare queste decisioni di investimento a lungo periodo è che molte famiglie considerano la compagnia come un asset

⁷ Bergstrom (1995) e Becker (1981) considerano l'altruismo come un fenomeno economico che si verifica quando un individuo persegue il proprio interesse promuovendo quello degli altri. Quindi, ad esempio i genitori non sono solo generosi nei confronti dei loro figli perché li amano, ma anche perché danneggerebbero il loro stesso (altruistico) benessere se agissero diversamente (Becker, 1981).

che deve essere trasmesso tra le generazioni, piuttosto che consumato nel corso della vita (Casson,1999; Chami,1999). La sopravvivenza e la reputazione sono una delle maggiori preoccupazioni delle famiglie e mantenere il business per le generazioni successive è proprio visto come un obiettivo chiave per i familiari nelle imprese a conduzione familiare, anche se questo talvolta può portare alla riduzione delle performance⁸. L'aspettativa che attuali sacrifici potranno tradursi in benefici a lungo termine per tutti i membri famigliari è proprio uno dei punti di forza di queste imprese.

Giovanni Agnelli a tal proposito ha sostenuto che "la compagnia è un'eredità da proteggere e tramandare. È l'impegno che ogni generazione deve perseguire". John Walton di WalMart sostiene di "vedere la società come una fiducia, un'eredità di cui si è responsabili piuttosto che qualcosa che si possiede". L'idea di fondo è che i legami che vincolano le generazioni correnti a quelle future forniscono alle imprese famigliari un "capitale paziente", un focus sulla massimizzazione dei rendimenti a lungo termine e il desiderio di perseguire opportunità di investimento (basandosi principalmente sulla valutazione del NPV⁹) difficilmente perseguibili dalle imprese miopi ad azionariato diffuso.

Stein (1988) ha confermato questa ipotesi presentando un modello dove le imprese con un orizzonte di investimento più lungo risentono meno della miopia manageriale e non sacrificano gli interessi a lungo termine per aumentare gli utili correnti.

Secondo Ward (1988) le famiglie creano con successo un ambiente di lavoro che favorisce la fiducia e la lealtà, portando un minor turnover delle persone e minori costi di reclutamento. Questa natura a lungo termine suggerisce l'importanza della reputazione che influisce anche sul rapporto con i clienti e fornitori esterni di capitale. Gomez- Mejia et al. (2001) sostengono che questo tipo di imprese possono, grazie a legami vincolanti, avere dei vantaggi nello sviluppare un capitale sociale¹⁰ tra la famiglia e gli stakeholders. Non a caso le imprese familiari hanno l'abilità di incoraggiare e riescono a creare, coltivare in maniera privilegiata i rapporti con i pubblici, come fornitori di risorse (finanziarie ed operative) che con il personale interno in modo da poter migliorare la loro visibilità e reputazione. Anche gli obbligazionisti percepiscono la presenza familiare come una struttura organizzativa che riduce i conflitti tra gli shareholders e se stessi e di conseguenza protegge meglio i loro interessi. Questo è in parte dovuto anche al fatto che le imprese a controllo familiare hanno amministratori influenti e spesso mantengono il loro ruolo per diversi decenni (Carney,2005; Gomez-Mejia et al.,2001).

⁸ Lins, Volpin e Wagner hanno analizzato come si sono comportate le imprese (presenti nel Worldscope-Datastream database) durante uno shock finanziario (presa come esempio la crisi finanziaria negli anni 2008-2009). Le imprese famigliari hanno manifestato performance inferiori rispetto alle controparti non famigliari principalmente a causa del taglio degli investimenti (tra il 7.4% e 16.4% in più) in modo da poter aumentare le probabilità di sopravvivenza. Queste decisioni vengono proprio prese per la paura di perdere il controllo dell'impresa, di salvaguardare l'identità familiare anche se vanno contro gli interessi degli azionisti di minoranza (Does family control matter? International evidence from the 2008-2009 financial crisis).

⁹ Net Present Value (valore attuale netto) è una metodologia tramite cui si definisce il valore attuale di una serie di flussi di cassa attualizzandoli sulla base del tasso di rendimento.

¹⁰ Burt (1992) lo considera un componente fondamentale del successo aziendale e si intende le risorse incorporate nella struttura e nel contenuto di una varietà di network relazionali, come quello familiare. Può fornire vantaggi come l'accesso alle informazioni, risorse economiche e connessioni con importanti istituzioni.

1.2.1.2 “Sostituzione”

I legami famigliari possono rappresentare una second-best solution in Paesi con strutture legali deboli, dal momento che la fiducia tra i membri della famiglia può sostituire la mancanza di governance e applicazione contrattuale. Su questa visione Burkart, Panunzi e Shleifer (2003), analizzano la situazione nel sud asiatico (caratterizzato dalla presenza di istituzioni formali più deboli) e mostrano come il fondatore nella maggior parte delle imprese prese in esame decide di mantenere un'elevata partecipazione azionaria nell'impresa e nominare un successore familiare fidato.

1.2.1.3 Capitale Umano

Con questa espressione, Hatch & Dyer (2004) si riferiscono “alla conoscenza e alle capacità possedute dalle persone” e dovrebbe rappresentare una forma di vantaggio competitivo in quanto è collegato alla fedeltà, alle motivazioni (Giachino, Bertoldi).

Il capitale umano può assicurare un attaccamento ed impegno straordinario, portare alla creazione di relazioni più intime ed amichevoli grazie all'idea che i dipendenti aziendali rappresentano una fonte di sapere inestimabile.

La letteratura sottolinea inoltre che il coinvolgimento familiare all'interno dell'azienda può offrire l'accesso ad un pool di talenti migliori. Questo, in ogni caso è vero solamente in presenza di una correlazione all'interno della famiglia del talento manageriale e se la trasmissione della conoscenza del business è più facile tra il fondatore e un suo familiare rispetto ad un outsider. Se i discendenti crescono vicino all'azienda saranno anche in grado di creare fiducia con gli impiegati e sviluppare, come visto in precedenza, relazioni a lungo termine con i fornitori ed altri stakeholders esterni.

1.2.1.4 Fattori politici

Anche le connessioni politiche possono offrire grandi benefici, specialmente nelle economie con alti livelli di corruzione (Faccio, 2006). Questi tipi di connessioni possono comportare un accesso preferenziale a risorse pubbliche come credito agevolato, contratti governativi o legislazione favorevole. Le imprese familiari potrebbero essere intenzionate a beneficiare di questi trasferimenti in quanto spesso dispongono di reti di parentela che si estendono trasversalmente alla politica e agli affari. In caso di forti rapporti di fiducia tra membri famigliari, le imprese famigliari potrebbero mantenere più facilmente legami politici o addirittura costituirne di nuovi inviando uno o più figli in politica.

La facilità delle imprese a conduzione familiare nel relazionarsi con il sistema politico può portare alla creazione di benefici privati, ma questo può essere socialmente inefficiente se le risorse vengono indirizzate verso imprese collegate ma sottoperformanti. Morck e Yeung (2004) sostengono che le potenti famiglie d'affari possono svolgere un ruolo importante nel sostenere un alto livello di corruzione all'interno dell'economia a causa dei loro orizzonti strategici più lunghi rispetto alle controparti non familiari; di conseguenza avranno meno probabilità di rinunciare ai loro contratti impliciti con i politici. I politici visto questo orientamento a lungo termine possono preferire lo scambio “di favori” con le imprese famigliari. Nel complesso la prevalenza di imprese familiari potrebbe portare

endogenamente ad una cooperazione estesa tra imprese e governo. Come conseguenza Morck, Strangeland e Yeung (2000) sostengono che le imprese inefficienti possono sopravvivere e creare barriere implicite all'ingresso di nuove imprese più efficienti ed innovative.

1.2.2 Aspetti negativi

In contrasto alla visione positiva, alcune teorie culturali sostengono che l'organizzazione del business attorno alle famiglie è il risultato di un insieme predeterminato di norme e quindi non è necessariamente un adattamento ottimale all'ambiente economico. Le culture che alimentano forti legami familiari possono rendere difficile per un fondatore dissociare la famiglia dagli affari, nonostante i possibili costi da sostenere. I valori familiari possono creare una distorsione dell'efficienza se introducono obiettivi non monetari nella massimizzazione della funzione di utilità del fondatore che vanno contro le decisioni ottimali per il business (quindi rinunciare a rendimenti finanziari a scapito degli obblighi e valori famigliari). Bisogna comunque tenere in considerazione che il desiderio del fondatore di massimizzare il benessere finanziario della sua famiglia non porta necessariamente ad un'inefficienza per l'azienda o l'economia nel suo complesso. Per esempio, un fondatore che vuole massimizzare la ricchezza da trasmettere ai figli potrebbe decidere di vendere l'attività e distribuire i cash flow tra i figli se si rende conto che i suoi eredi sono inadeguati a gestire il business efficacemente.

Il desiderio di una eccessiva armonia familiare può anche portare ad una restrizione della competizione all'interno dell'impresa, che è essenziale per la crescita e sopravvivenza dell'organizzazione. Ad esempio, membri famigliari potrebbero non esprimere opinioni alternative (anche se rilevanti) solo per non essere in disaccordo con i manager familiari ed evitare di offendere altri membri e causare conflitti interni. Quindi il costo di voler mantenere l'armonia familiare potrebbe essere il fallimento nell'introduzione di nuove idee o nel rispondere efficacemente ai cambiamenti dell'ambiente economico dell'impresa familiare (Ward 1987, Pollak 1985).

In aggiunta De Angelo e De Angelo (2000) sostengono che i large shareholders (come le famiglie) si assicurano costantemente che il management serva gli interessi famigliari (sia grazie ad un management familiare oppure CEO professionali) anche se queste azioni si traducono in performance peggiori.

L'idea che una cultura basata su forti legami familiari possa talvolta impedire lo sviluppo economico non è nuova infatti, una visione simile è presente nel saggio di Max Weber (1904) secondo il quale forti valori familiari culturalmente predeterminanti possono porre restrizioni allo sviluppo delle attività economiche capitalistiche, le quali richiedono una forma più individualistica di imprenditorialità e l'assenza di nepotismo. Un altro esponente di questa visione culturale è Banfield (1958) con l'introduzione del concetto di "amoral family" (familismo amorale)¹¹ nel sud dell'Italia come una delle ragioni del minore sviluppo

¹¹ Gli individui presentano una concezione estremizzata dei legami familiari che va a danno della capacità di associarsi e di interessarsi del collettivo. Agiscono secondo la regola di "massimizzare univocamente i vantaggi

economico e dimensioni minori delle imprese rispetto al nord. Nel suo lavoro sulle famiglie del sud Italia ha identificato un potenziale trade-off tra la fiducia nel ristretto regno delle reti di parentela e la fiducia nella società in generale. Fukuyama (1995) sviluppa un argomento simile sostenendo che nelle società in cui le persone sono cresciute fidandosi delle loro strette reti familiari, viene anche loro insegnato a diffidare delle persone al di fuori della famiglia, il che impedisce lo sviluppo di istituzioni formali nella società. Sotto questa visione culturale, organizzazioni economiche subottimali possono emergere quando i genitori attribuiscono troppo peso al mantenimento degli affari in famiglia, forse a causa di un forte senso di dovere nei confronti di altri membri della famiglia o di un desiderio più egoistico di trasformare l'impresa in un'eredità familiare.

Vista la stretta connessione tra la famiglia ed il suo patrimonio, queste imprese sono meno diversificate e tendono ad agire con maggiore prudenza nelle decisioni strategiche. Di conseguenza questa avversione al rischio può anche impedire ai manager di adottare nuovi e produttivi sistemi di gestione se sono considerati troppo rischiosi in confronto al business ed alle tradizioni famigliari.

1.2.2.1 Nepotismo

Il nepotismo può originarsi da una cultura basata su forti legami familiari. Questo ristretto "focus familiare" impedisce alle imprese di crescere, nel senso che i fondatori possono ricavare utilità dal vedere i parenti coinvolti nel business e quindi possono decidere di nominare i manager solo se appartenenti alla rete di parentela piuttosto che rivolgersi a manager esterni più talentuosi. Quindi, come sostiene Carney (2005) queste imprese possono essere caratterizzate dalla mancanza di capitale umano competente per il business nel quale si trovano ad operare. Dunn (1995) conferma che l'obiettivo di legarsi prevalentemente a membri famigliari può tradursi nell'assunzione di personale non qualificato e di conseguenza effettuare investimenti sconvenienti che possono comportare una riduzione dei profitti. Inoltre, le conseguenze di allocare risorse a talenti non manageriali possono potenzialmente estendersi oltre le imprese famigliari, danneggiando anche la crescita economica e la produttività totale dei fattori aggregati (Morck et al., 2000; Caselli & Gennaioli, 2004).

Il nepotismo può anche creare effetti di incentivo negativo in tutta l'organizzazione. I dipendenti, essendo consapevoli che le decisioni di promozione non sono legate ai risultati delle performance, possono essere meno disposti ad esercitare sforzi elevati o rimanere all'interno dell'impresa familiare. I manager altamente qualificati possono decidere di evitare le aziende familiari in quanto sono consapevoli della poca possibilità di crescita personale e del fatto che il processo di successione esclude i membri non famigliari. A conferma di ciò, Fiegner et al. (1996) hanno mostrato che per quanto riguarda le decisioni di promozione nelle imprese non famigliari viene tenuto conto delle esperienze lavorative

materiali di breve termine della propria famiglia nucleare, supponendo che tutti gli altri si comportino allo stesso modo" (Banfield).

passate e della formazione universitaria, mentre questo non avviene nelle imprese familiari.

Barclay e Holderness (1989) inoltre, sostengono che una forte presenza familiare riduce la probabilità di ricevere offerte da altri investitori e di conseguenza si potrebbe avere una valutazione dell'azienda inferiore da parte del mercato.

1.2.2.2 Normative di successione

Il più sintomatico dei vincoli culturali all'interno delle imprese familiari sono le regole di ereditarietà dettate dalla volontà di costruire un'eredità familiare e di assicurare la sopravvivenza e il controllo familiare a tutti i costi. Queste norme, se rigide possono essere costose e includono sia regole di condivisione del patrimonio uguale tra tutti i figli del fondatore e norme dove il figlio maggiore eredita tutto. Le regole di condivisione in parti uguali possono generare conflitti, poiché la cooperazione tra fratelli può essere difficile da raggiungere nonostante la volontà dei genitori. Le interazioni quotidiane nel contesto dell'azienda familiare possono portare a lotte intestine brutali. Anche la primogenitura comunque non è esente da problemi in quanto limita fortemente la capacità dei fondatori di selezionare la persona più talentuosa da inserire nell'impresa di famiglia. Nel caso il figlio maggiore non sia preparato, la primogenitura può mettere in serio pericolo la sopravvivenza dell'intera azienda.

Come mostrato regole di ereditarietà così rigide possono essere vincolanti per le imprese familiari, ma staccarsi da queste regole potrebbe anche essere più costoso se distruggono le aspettative dei singoli membri della famiglia sul loro posto nella famiglia e nel business.

1.3 Teorie legate alle imprese familiari

Gli accademici si sono basati su una serie di teorie per comprendere meglio il coinvolgimento familiare sulle imprese di loro proprietà. Di seguito vengono descritte brevemente quelle che hanno ricevuto maggiore rilevanza: teoria Resource-Based View (Habbershon & Williams 1999), teoria della stewardship (Miller, Le Breton-Miller 2008), teoria della ricchezza socio-emozionale (Gomez-Mejia, 2011) e la più conosciuta e significativa teoria dell'agenzia (Jensen e Meckling, 1976).

1.3.1 Teoria RBV

La letteratura sostiene che i ritorni ottenuti dalle imprese derivano in gran parte dalle risorse utilizzate, che per costituire un vantaggio competitivo devono essere preziose, rare, insostituibili e difficili da imitare. Alcuni esempi che possono costituire vantaggio competitivo possono essere: cultura aziendale, conoscenza tacita, know-how, processi produttivi, fiducia e reputazione, integrità ed impegno nelle relazioni. Devono essere sviluppate non solo risorse per rafforzare i legami familiari, ma che abbiano anche un'importanza nel contesto imprenditoriale nel quale si opera. Le imprese familiari rappresentano il perfetto investitore a lungo termine e di conseguenza detengono vantaggi competitivi ineguagliabili che si traducono in maggiori probabilità di successo rispetto alle controparti non familiari (Habbershon & Williams, 1999). Le interazioni tra membri

famigliari, azienda e famiglia possono tradursi nella creazione di risorse e capacità uniche per l'azienda stessa (Chua & Chrisman, 1999) difficili da identificare ed inimitabili per i competitors.

1.3.2 Teoria della stewardship

La base fondante di questa teoria è che i manager non assumono un comportamento opportunistico, ma tendono ad assimilarsi con l'organizzazione e quindi a identificarsi come "steward". Vedono l'impresa come un modo per soddisfare i loro desiderio di sicurezza, appartenenza e forte unione con la proprietà familiare (Gomez-Mejia et al., 2007). Sono molto motivati e credono molto nella forza lavoro e nelle partnership con gli stakeholders. La lealtà che li contraddistingue può renderli meno inclini a perseguire interessi non redditizi e l'aspettativa che attuali sacrifici potranno guidare a benefici di lungo termine per tutti i membri della famiglia è proprio un punto di forza della famiglia. Di conseguenza è presente una maggiore congruenza di obiettivi tra proprietari e manager all'interno delle imprese famigliari, anche per il fatto che queste due figure spesso si identificano.

La stewardship, nelle imprese familiari si manifesta attraverso un altruismo reciproco. I membri appartenenti al nucleo familiare lavorano insieme con successo con lo scopo di permettere un miglioramento della posizione competitiva aziendale e di farla prosperare¹². Zahra et al. (2008) hanno inoltre mostrato che una cultura familiare può aumentare la flessibilità strategica dell'impresa in grado di rispondere ad eventuali cambiamenti che si manifestano nell'ambiente esterno.

Tuttavia, i costi di una eccessiva stewardship si possono manifestare (come nel nepotismo) in assunzioni o promozioni non meritocratiche che possono anche causare un danno aziendale.

1.3.3 Teoria ricchezza socio-emozionale

Una delle caratteristiche delle imprese familiari è quella di perseguire anche obiettivi non economici nel loro processo decisionale strategico, come la continuità nel tempo della generazione familiare, il senso di appartenenza dei dipendenti all'impresa, il lavoro in ambienti che riflettano almeno in parte i valori famigliari, il mantenimento del controllo sul business e preservare reputazione ed immagine della famiglia. Una definizione rigorosa di ricchezza socio-emozionale è stata proposta da Gomez-Mejia (2007) riferendosi proprio ad "aspetti non finanziari dell'azienda che soddisfano i bisogni affettivi della famiglia, come l'identità, la capacità di esercitare un'influenza familiare e la perpetuazione della dinastia familiare". I proprietari famigliari aumentano la loro utilità esercitando l'autorità, agendo opportunisticamente nei confronti dei membri famigliari e preservando il capitale sociale dell'impresa.

¹² Le famiglie che sono in grado di promuovere una cultura di reciproco altruismo e installare la lealtà, interdipendenza e l'impegno alla prosperità del business possono essere viste come una risorsa costruttiva, socialmente integrata e strategicamente importante per identificare il successo dell'impresa (Giachino, Bertoldi).

Nelle aziende familiari preservare questo tipo di ricchezza è fondamentale (infatti è strettamente legata all'organizzazione), non a caso i proprietari sono anche disposti a sopportare perdite economiche pur di mantenerla (Gomez-Mejia et al, 2007; Berrone 2010). La perdita di questa ricchezza può comportare importanti ripercussioni, come la perdita dell'influenza familiare e l'incapacità di soddisfare le esigenze e aspettative della famiglia. Come conseguenza il mantenimento è proprio uno degli obiettivi principali dei fondatori¹³, mentre nelle generazioni successive questi legami possono anche diminuire di intensità. Visti questi obiettivi le imprese possono avere differenti scelte strategiche rispetto a quelle non familiari, come la scelta del rischio, l'internalizzazione, la protezione ambientale e la gestione delle risorse umane (Cennamo, Berrone e Gomez-Mejia, 2012). Per raggiungere questo scopo è richiesto un continuo e costante controllo familiare dell'impresa.

Una delle principali funzioni della ricchezza socio-emozionale è soddisfare il bisogno di identificazione. I proprietari delle imprese familiari considerano l'identificazione familiare come uno dei fattori più importanti nel loro processo decisionale e quando viene messa in discussione o minacciata sono disposti a sacrificare i guadagni economici pur di mantenerla o ripristinarla.

Come è noto, un eccessivo focus su questi obiettivi socio-emozionali può danneggiare le performance dell'impresa e di conseguenza gli azionisti non familiari sono preoccupati da questa situazione in quanto vedono direttamente una distorsione delle loro risorse. Un meccanismo che le imprese familiari possono adottare per segnalare una governance solida a questa tipologia di azionisti è quello di abbandonare la posizione di CEO familiare e assumere un CEO professionale esterno (Naldi). Questo segnale è costoso, in quanto difficilmente il CEO assunto si focalizzerà sui benefici socio-emozionali, piuttosto cercherà di perseguire gli obiettivi di tutti gli azionisti in modo da mantenere la sua reputazione e visibilità sul mercato del lavoro.

1.3.4 Teoria dell'agenzia

In base a questa teoria l'organizzazione viene vista come un insieme di contratti tra un principale che delega un agente a svolgere determinate attività per suo conto.

Visto che la razionalità delle persone è limitata, l'informazione è imperfetta e costosa da ottenere si possono creare problemi d'agenzia derivanti da divergenti funzioni d'utilità del principale e dell'agente e da asimmetrie informative.

I problemi d'agenzia rientrano in due categorie base: selezione avversa e rischio morale. La selezione avversa accade quando il principale inavvertitamente contrae con agenti che sono poco abili, fedeli, etici o i quali interessi sono poco compatibili con quelli che il principale si aspettava. Mentre, l'azzardo morale implica omissioni di azioni, il lavoro svolto è negli interessi dell'agente ma è dannoso per il principale.

¹³ I fondatori sono fortemente identificati nell'impresa ed uno dei principali loro obiettivi è quello di lasciare una società sostenibile e sana alle future generazioni; mostrano una forte preoccupazione per la reputazione e l'immagine dell'impresa.

Da queste situazioni possono derivare dei costi d'agenzia (vista l'impossibilità di scrivere contratti perfetti e completi¹⁴) che servono proprio per mitigare ed allineare i conflitti di interesse tra le parti in causa e possono essere principalmente classificati in tre categorie (Jensen & Meckling, 1976; Shleifer & Vishny, 1997):

- Costi di monitoraggio: costi sostenuti dal principale tramite attività eseguite per dimostrare agli investitori che l'impresa è sana, ad esempio perseguire vincoli di bilancio, adottare controlli formali e contratti incentivanti.
- Costi di bonding ("di cauzione"): azioni effettuate dall'agente per convincere il principale del suo attaccamento all'impresa, come accettare schemi di remunerazione rischiosi (obiettivi molto alti possono essere visti come un segnale di forte impegno), pagare un revisore esterno e detenere una quota aziendale alta (quindi in occasione dell'emissione di nuove azioni, comprarne sempre una parte)
- Perdita residua quindi l'inevitabile riduzione del valore che sopporta il principale derivante dalla delega data all'agente.

Una parte della letteratura propone alcune ragioni per cui le imprese famigliari hanno maggiori incentivi a ridurre questi costi d'agenzia (Demsetz & Lehn, 1985; Anderson & Reeb, 2003). Possedendo partecipazioni concentrate hanno appunto maggiori incentivi a ridurre i costi d'agenzia in quanto "più concentrata è la proprietà, maggiori sono i benefici ed i costi sostenuti dallo stesso proprietario" (Demsetz & Lehn, 1985). Inoltre, poiché il benessere familiare è legato direttamente al benessere della compagnia, le famiglie hanno ulteriori incentivi a ridurre i costi d'agenzia che potrebbero ostacolare le performance. In aggiunta, le conoscenze tecniche/specifiche famigliari riguardanti le operazioni aziendali possono porle in posizioni migliori per monitorare più efficacemente gli agenti. Come conseguenza non è sorprendente che alcuni autori abbiano ipotizzato che le imprese famigliari rappresentano una delle meno costose (più efficienti) forme organizzative di governance (ad esempio Daily e Dollinger, 1992 e Kang, 2000).

Se il monitoraggio viene effettuato dal fondatore è possibile che sia ancora più efficace in quanto è emozionalmente e finanziariamente attaccato alla sua impresa. Si identifica profondamente con la sua impresa ed è emozionalmente legato al suo successo (Miller et al, 2011).

Un'altra parte della letteratura (Schulze, Lubatkin, Nino, Buchholtz¹⁵) non è d'accordo in quanto sostiene che la proprietà concentrata ed il management famigliare possono esporre le imprese ad un "azzardo d'agenzia" in quanto, ad esempio, liberano le imprese dalla disciplina imposta dal mercato (concorrenza sul mercato del prodotto e del lavoro)¹⁶ ed

¹⁴ Concettualmente se l'informazione è perfetta e senza costi e le persone non hanno limiti nelle loro capacità mentali, il principale e l'agente possono scrivere un contratto completo che anticipa e risponde per ogni eventualità (Williamson, 1975).

¹⁵ Paper: "Agency Relationship in Family Firms: Theory and Evidence" di Schulze, Dino, Lubatkin e Buchholtz. Working paper, University of Connecticut.

¹⁶ È utile ricordare che un mercato dei capitali efficiente riduce i costi di monitoraggio e consente la distribuzione del rischio tra un grande numero di shareholders offrendo un limite alla discrezione

aumenta la minaccia rappresentata dal “self-control”, problema che si manifesta quando il proprietario ha incentivi a prendere decisioni che possono “danneggiare se stessi come quelli che li circondano” (Jensen 1998). Inoltre, anche l’altruismo può alterare la struttura di incentivi delle imprese famigliari in modo che i benefici guadagnati (per esempio un maggior impegno) siano compensati da problemi di azzardo morale e self-control difficili da frenare (eccessiva generosità dei genitori può causare il free-riding dei figli che porta alla perdita di una parte della ricchezza famigliare). Nello specifico l’altruismo dei genitori li guida ad essere generosi nei confronti dei figli/parenti anche quando questi fanno free-riding o non hanno le competenze/intenzioni di sostenere la creazione di ricchezza potenziale per l’impresa. Questa distorsione rende più difficile punire gli agenti famigliari a seguito di scarse performance, visto che le punizioni possono avere effetti di ricaduta sulle relazioni famigliari fuori dal business. Inoltre, l’altruismo può portare alla scelta del non corretto fit di risorse e quindi vengono sacrificate le performance di business per ottenere una maggiore stabilità famigliare.

Quindi non è vero che vengono minimizzati, se non azzerati i problemi d’agenzia nelle imprese famigliari.

Prima di illustrare brevemente i quattro problemi d’agenzia che tipicamente le imprese si trovano ad affrontare è utile sottolineare che i costi d’agenzia sorgono solo quando le azioni dell’impresa contravvengono gli interessi dei proprietari o quando le risorse devono essere spese per assicurare che le azioni intraprese dall’azienda non contravvengano gli interessi dei proprietari. Nel dettaglio delle imprese famigliari, visto che perseguono sia obiettivi economici che non, se i proprietari famigliari desiderano fornire uno standard di vita adeguato ai parenti fornendo lavoro anche ai meno abili, una diminuzione nelle performance economiche a causa del nepotismo non possono essere considerate costi d’agenzia nell’ambito dell’impresa famigliare.

1.3.4.1 / type

Il primo problema è quello classico portato alla luce da Jensen e Meckling, e già osservato in precedenza, che risulta dalla separazione tra proprietà e controllo, tipico però delle società ad azionariato diffuso. Il problema essenziale in sintesi è che quando un’impresa non è gestita direttamente dai suoi proprietari, ma da manager assunti per agire per loro conto è possibile che i manager (l’agente) inseguano interessi personali diversi rispetto a quelli del principale (i proprietari) attraverso comportamenti opportunistici con lo scopo di estrarre benefici privati.

Quando la proprietà è concentrata in una persona o in un piccolo gruppo (come nelle imprese famigliari), i proprietari avranno il peso e gli incentivi¹⁷ a monitorare i manager e fare in modo che il suo comportamento non si discosti dai loro obiettivi; in questo modo possono anche ridurre il problema del free-riding tipico della proprietà diffusa. Quindi la

manageriale, mentre mercati competitivi rendono meno costoso reclutare personale qualificato e quindi viene ridotta la minaccia di opportunismo precontrattuale e di selezione avversa.

¹⁷ È utile ricordare che le imprese famigliari non possiedono un portafoglio molto diversificato e la loro ricchezza personale è fortemente correlata alle performance dell’impresa.

concentrazione della proprietà è un meccanismo per mitigare questo problema e la proprietà familiare è proprio un caso particolare al suo interno (o addirittura azzerare nel caso di congruenza tra proprietà e gestione). La gestione familiare, riducendo o eliminando la separazione e allineando gli interessi sulle opportunità di crescita e rischio tra proprietari e manager, ad esempio nominando un membro familiare come CEO, ha il potenziale per creare valore, capovolgendo questo problema d'agenzia.

1.3.4.2 II type

Come si è visto, le imprese familiari con la loro concentrazione di proprietà sono in grado di alleviare il classico conflitto di interessi tra proprietari e manager, ovvero il problema I type. Tuttavia, in queste condizioni un secondo conflitto di interessi può svilupparsi (denominato appunto type II, Villalonga & Amit 2009) tra gli azionisti di maggioranza familiari e quelli di minoranza non familiari. I primi possono utilizzare la loro posizione di controllo nell'impresa per appropriarsi (tramite l'espropriazione) di quelli che Grossman e Hart (1980) etichettano come "benefici privati del controllo" alle spese dei piccoli azionisti (Cheng, 2014; Gedajlovic & Carney, 2010) adottando una gestione che agisce solo negli interessi degli azionisti familiari e non di tutti.

Se il large shareholders (azionista di maggioranza) è lo Stato, una banca o altre istituzioni i benefici privati sono suddivisi tra i diversi proprietari indipendenti. Di conseguenza gli incentivi per i grandi azionisti ad espropriare azionisti di minoranza sono più diluiti (proprio come l'incentivo ad effettuare il monitoraggio). Dall'altra parte se il grande azionista è un individuo o una famiglia, i suoi incentivi per l'esproprio ed il monitoraggio sono maggiori. Vista questa situazione si può osservare che gli azionisti di minoranza nelle imprese familiari sono esposti a problemi d'agenzia meno severi a causa del conflitto di interesse manageriale, ma devono affrontare un rischio maggiore di espropriazione da parte degli azionisti di maggioranza.

1.3.4.3 III type

Un terzo conflitto di interessi che si può originare in una società è quello tra azionisti e creditori. In questo contesto gli azionisti possono decidere di espropriare gli obbligazionisti investendo in progetti più rischiosi e con maggiori rendimenti (effetti "sostituzione degli asset" e "trasferimento del rischio") di quelli detenuti nel portafoglio, considerando il fatto che gli obbligazionisti dovranno sopportare la parte più rilevante dei costi mentre loro si appropriano della quantità maggior degli eventuali guadagni. Per limitare questa situazione i creditori possono proporre l'introduzione di clausole protettive. Tuttavia, i costi di scrittura ed esecuzione non sono banali ed allora possono decidere di aumentare i costi di finanziamento del debito. Questo problema d'agenzia comunque è molto attenuato nelle imprese familiari (strutture di incentivi differenti rispetto ad azionisti diffusi), infatti Anderson, Mansi & Reeb (2003) sostengono che gli obiettivi degli azionisti familiari come la sopravvivenza a lungo termine dell'azienda, preservare la reputazione della famiglia e mantenere l'impresa nella famiglia insieme con la natura non diversificata delle loro partecipazioni nell'azienda, rendono le famiglie di controllo più propense a massimizzare il

valore della famiglia nel suo complesso piuttosto che il valore per gli azionisti e di conseguenza ridurre i conflitti d'agenzia con gli obbligazionisti. Quindi la divergenza di interessi tra azionisti famigliari ed obbligazionisti è potenzialmente meno grave rispetto a quella presente nelle imprese non famigliari. Come conseguenza la proprietà famigliare è associata ad un minor costo d'agenzia del debito¹⁸.

1.3.4.4 IV type

L'impresa famigliare può dover affrontare un ulteriore conflitto (IV type): quello tra la famiglia, concettualizzata come "super principale" in una struttura d'agenzia a più livelli, e gli azionisti famigliari identificati come agenti incaricati di preservare e migliorare il patrimonio ereditario famigliare (che è uno degli obiettivi chiave del principale). Gli azionisti di famiglia potrebbero avere alcuni obiettivi in apparente conflitto con quelli della famiglia in generale come la massimizzazione dei ritorni finanziari aumentando le distribuzioni ma di conseguenza limitare la crescita dell'impresa.

1.4 Corporate Governance nelle imprese famigliari

All'interno di un'impresa la corporate Governance è un concetto di fondamentale importanza visto che fa riferimento all'insieme di principi, sistemi e processi attraverso i quali questa è governata. Si basa su principi quali la conduzione degli affari con integrità, correttezza, trasparenza in modo da portare valore nel lungo periodo, ridurre i conflitti di interesse con gli stakeholders e permette una individuazione dei poteri e degli obblighi degli organi societari. In conferma di ciò, Jensen (1993) sostiene che l'obiettivo principale è quello di ridurre i conflitti di interesse e comportamenti opportunistici (del management o degli azionisti di maggioranza) in modo da avere un business sostenibile nel lungo periodo. Nonostante questo, però in più circostanze non è riuscita ad impedire l'espropriazione degli azionisti di minoranza e scandali finanziari in tutto il mondo (tra i più famosi si possono ricordare Enron, WorldCom e Lehman Brothers negli Usa, Parmalat, Cirio in Italia, Volkswagen in Germania).

Una sua definizione accettata globalmente è quella proposta da Shleifer e Vishny (1997): "il set di meccanismi che assicurano ai portatori di capitali di ricevere un appropriato rendimento sul loro investimento", anche se dalla definizione non sembra che si tenga conto di proprio tutti gli stakeholder interessati.

Viste le caratteristiche delle imprese famigliari (in particolare la coincidenza tra proprietà e gestione), può essere differente rispetto a quella delle imprese non famigliari ed inoltre può essere difficile identificare un singolo modello di governance, in quanto dipende strettamente dalla composizione e caratteristiche dell'assetto proprietario. Vista questa

¹⁸ Anderson, Mansi e Reeb prendendo in esame un campione costituito da 252 imprese provenienti dal database di Lehman e Brothers e S&P 500 scoprono che il costo d'agenzia del debito per le imprese famigliari è circa 32 punti percentuali inferiore rispetto a quelle non famigliari. Tuttavia, il possesso del titolo di CEO da parte di un membro famigliare può ridurre questo beneficio rispetto al caso di CEO esterno (in ogni caso il costo d'agenzia del debito è sempre inferiore rispetto alle imprese non famigliari). I risultati "peggiori" si osservano con un erede CEO, in quanto sembrerebbe che gli obbligazionisti vedano il passaggio della leadership dal fondatore ad un suo erede come dannoso per la loro ricchezza.

differenza con le imprese non familiari, Jensen e Meckling (1976) proposero che una governance formale era superflua in questo tipo di organizzazioni e talvolta persino controproducente (queste differenze si traducono in differenti performance). Una caratteristica che caratterizza l'assetto istituzionale dell'impresa familiare è quello di essere stabile fino a quando non si presentano discontinuità come la cessione di una parte delle quote azionarie o la successione. Questo passaggio generazione deve essere gestito delicatamente ed attentamente in quanto rappresenta un momento molto importante dell'impresa che può determinare o successi futuri tutelando gli interessi di un maggior numero di stakeholder oppure il rischio di fallimento.

In quanto il controllo familiare è un determinante economico significativo nella composizione della proprietà, diversi studi hanno evidenziato come in questi tipi di imprese i blockholders esterni di dimensioni significative non detengono una grossa partecipazione azionaria (anche se avrebbero il potere per monitorare sia i manager che i soci-familiari) e nel Consiglio sono presenti meno outsiders e amministratori indipendenti, ma prevalentemente membri familiari o persone vicine alla proprietà. Questo perché i proprietari familiari sono contrari a diminuire la loro discrezionalità ed il controllo ed inoltre questi dirigenti esterni, disponendo di una quota ridotta, potrebbero non essere motivati correttamente e avere poca influenza sulle questioni riguardanti le questioni familiari.

Di conseguenza le imprese familiari possono avere minori possibilità di essere soggette alla disciplina di un monitoraggio indipendente (nel senso non collegato alla famiglia), ma dispongono principalmente di meccanismi di controllo interni a seguito di un forte arroccamento.

Un'altra caratteristica che si riscontra più frequentemente, anche se il codice di Autodisciplina a seguito delle crisi finanziarie non raccomanda, è la presenza della cosiddetta CEO duality.

1.4.1 CEO duality

Con questo concetto si riferisce alla situazione in cui il CEO di un'impresa detiene anche la posizione di presidente del Consiglio di Amministrazione (Chairman).

Una parte della letteratura la vede come un possibile aspetto positivo in quanto la sovrapposizione dei ruoli può essere sinonimo di una di maggiore organizzazione e conoscenza da parte di un'entità aziendale e questo permette una maggiore efficacia e velocità nelle decisioni strategiche aziendali (Donaldson & Davis, 1991; Finkelstein & D'Aveni, 1994) che si tradurranno in performance positive. Vista dal lato delle imprese familiari, la presenza familiare nel management e l'elevata partecipazione al rischio azionario genera benefici collegati ad un maggior senso di responsabilità e ad un utilizzo ottimale delle risorse. La famiglia sarà stimolata a partecipare attivamente e incrementare il valore della società cercando di raggiungere un maggior sviluppo del business (Anderson & Reeb, 2003) e riducendo i costi di agenzia (Fama e Jensen, 1983) e non ad espropriare gli azionisti di minoranza.

Da l'altro lato, questa corrispondenza CEO-Chairman viene considerata dannosa (in primis performance inferiori) per l'impresa e non a caso in diversi ordinamenti giuridici ne viene raccomandata la separazione. L'attività di monitoraggio e controllo svolta dal Consiglio può essere danneggiata ed il CEO può abusare della sua posizione nascondendo al Consiglio problemi potenziali o creati dalla sua direzione (Hermalin & Weisback, 1991; Peng et al., 2007).

Come si può comprendere questa prospettiva può essere esasperata all'interno della famiglia in quanto i membri famigliari detengono sia un ruolo di controllo che esecutivo nel management (Morck & Yeung, 2004). Per ovviare a questi problemi diverse giurisdizioni internazionali, come il Regno Unito, il Sud Africa, l'Italia, incoraggiano la separazione dei ruoli nei loro codici.

In ogni caso, indipendentemente se una società scelga o meno di adottare l'unificazione dei ruoli di CEO e Chairman, resta essenziale avere un consiglio indipendente, impegnato e curioso che si impegni attivamente nel business al fine di tutelare gli interessi degli azionisti. Bisogna anche tenere presente che i bisogni delle singole aziende nelle diverse fasi di sviluppo possono variare e quindi alcune possono richiedere la presenza di un dirigente forte ed unificato in grado di combinare efficacemente i ruoli e fornire una leadership dinamica all'organizzazione (Stockman).

1.5 Benefici privati del controllo

Nel caso delle imprese a proprietà concentrata una delle motivazioni che spinge i large shareholders a detenere il controllo è, come già visto in precedenza, quella di poter espropriare gli azionisti di minoranza ed usufruire dei benefici privati del controllo intesi come differenti forme di utilità privata alle spese degli investitori esterni (pratica del "tunnelling"). Per quanto riguarda le imprese famigliari possono essere particolarmente elevati a seguito di un cambiamento estremo nella governance, come a seguito di un'offerta pubblica di acquisto (IPO) in quanto portando per la prima volta investitori esterni nell'area societaria si possono originare forti conflitti di interesse tra la famiglia fondatrice di controllo e gli azionisti di minoranza (Shleifer & Vishny, 1997). Invece, il fenomeno più diffuso dell'impresa capitalistica è quello dei "perquisites", sottoforma di privilegi per i manager. Harris e Raviv (1988), Aghion e Bolton (1992) li considerano come "valore fisico attribuibile alla semplice condizione di controllare una società". La loro dimensione influenza proprio la scelta della struttura proprietaria. Se sono elevati i proprietari vorranno mantenere un elevato blocco di controllo attraverso la separazione dei diritti sui flussi di cassa dai diritti di voto.

Possono essere più alti in contesti di bilanci poco trasparenti, scarsa concorrenza, bassa protezione degli azionisti, basso law enforcement e bassa diffusione della stampa. La Porta et al. (2000) sottolineano che i due aspetti fondamentali della loro presenza sono proprio la protezione legale offerta agli azionisti di minoranza e la concentrazione proprietaria.

La letteratura tende a dividerli tra monetari e non monetari¹⁹. Il primo tipo è rappresentato oltre che dai “*perks*” dai “*self-dealing*”, benefici che si originano durante il trasferimento di risorse economiche dell’azienda. Un’altra forma di benefici monetari difficilmente replicabili sono i “*dilution*”, in grado di portare vantaggi agli azionisti di maggioranza alle spese di quelli di minoranza senza un trasferimento diretto di assets.

I benefici non monetari si riferiscono a dimensioni psicologiche e si possono identificare nel prestigio personale²⁰, potere, fama e autorealizzazione. In questa categoria possiamo identificare gli “*amenitis*” (termine suggerito da Demsetz & Lehn, 1985), facilmente trasferibili da un proprietario all’altro e provengono dalla pratica del potere sia internamente che esternamente alla società o al settore dove si trova l’azienda e non alle spese dei profitti. Ad esempio, un fondatore può trarre benefici nel vedere il figlio governare una società che porta il suo nome. Infine, l’ultima categoria proposta da Ehrhardt e Nowak (2003) è quella dei “*reputation*”, e comprendono benefici legati al prestigio personale e sociale degli azionisti di controllo.

In contrapposizione a questa visione “negativa” Bianchi et al. (2005) introducono i benefici privati remunerativi. Si riferiscono ad elementi psicologici-emozionali come la soddisfazione, il potere che aiutano a raggiungere l’efficienza del controllo ed assumere decisioni corrette durante il processo decisionale. Anche Grossman e Hart (1988) sostengono che l’esistenza di questi benefici privati non è necessariamente inefficiente, ma la loro presenza è anche in grado di portare valore. Questo perché possono essere la via più efficiente per l’impresa di catturare parte del valore aggiunto creato. I due economisti propongono di pensare ad un dirigente aziendale che acquisisce informazioni di valore su opportunità di investimento in linee di business che la società alla quale appartiene non può o non vuole perseguire. Il dirigente potrebbe comunicare queste informazioni negli interessi degli shareholders, però il prezzo che sarà in grado di recuperare potrebbe essere molto basso. Quindi potrebbe essere efficiente per il dirigente sfruttare queste opportunità da solo, creando comunque valore.

Per la loro natura sono difficili da osservare ed è ancora più complicato quantificarli in maniera affidabile (Dyck & Zingales, 2004). Se fossero facilmente quantificabili, non sarebbero privati in quanto gli azionisti potrebbero porre direttamente un freno all’espropriazione. Per provare a dare risposta a questo problema di quantificazione sono stati proposti due metodi.

Il primo è quello proposto da Barclay e Holderness (1989), denominato Block Control Premium. A seguito del trasferimento del controllo, il valore dei benefici privati si riflette come la differenza tra il prezzo pagato dall’acquirente per il pacchetto di controllo ed il prezzo di mercato delle azioni il giorno dopo il trasferimento del controllo.

Il secondo è quello di Zingales (1994), metodo dei Voting Premium che permette una stima nel continuo. Se sono presenti azioni con classe diversa (dual-class shares), si possono

¹⁹ Ehrhardt O, Nowak E. (2003) Private benefits and minority shareholder expropriation. CFS Working Paper Series.

²⁰ Nel contesto specifico delle imprese familiari, Holmèn e Hogfeldt (2004) menzionano l’alto prestigio sociale che le famiglie svedesi derivano dal “gestire un’impresa con una buona reputazione”.

stimare come differenza di prezzo tra azioni con e senza diritto di voto. Caprio e Croci (2008) mostrano che le famiglie esibiscono voting premium (diritti di voto) particolarmente elevati e quindi suggeriscono che sono il tipo di azionisti di controllo più probabile per espropriare altri azionisti.

1.6 Meccanismi per esercitare il controllo

Spesso gli azionisti di maggioranza esercitano il controllo anche senza essere padroni di una grande frazione di diritti sui cash flow (distorsione della proporzionalità tra cash flow rights e voting rights) attraverso l'utilizzo di patti parasociali, strutture piramidali e sistemi dual classes of shares.

1.6.1 Patti Parasociali

I patti parasociali vengono considerati come degli accordi tra membri di una stessa società con lo scopo di allearsi, regolare l'agire comune in modo anche da poter stabilizzare l'aspetto proprietario. Sono soggetti alla disciplina del T.U.F (art 122, 5° comma, lett. a) e b)) e vengono considerati dei veri e propri contratti che devono essere rispettati, anche se impegnano solo i soci che ne hanno deciso la stipula. Gli effetti sono validi solo tra sottoscrittori e non verso terzi, infatti una eventuale rottura del patto non è opponibile ai terzi. Non bisogna confonderli con i patti sociali, i quali vincolano tutti i soci essendo scritti a statuto.

I principali tipi che si possono riscontrare sono:

- Sindacati di voto: attraverso i quali i soci decidono su come votare nell'assemblea degli azionisti.
- Sindacati di blocco: pongono limiti al trasferimento delle azioni o strumenti che attribuiscono diritti di acquisto o sottoscrizione di azioni.

I sindacati di voto possono essere considerati di maggiore importanza visto che gli azionisti concordano su come esprimere il loro voto a riguardo diversi argomenti come le delibere su modifiche statuarie e strategiche, l'approvazione del bilancio e l'investitura delle cariche sociali riguardanti un periodo temporale stabilito. I sindacati di blocco, invece, possono scoraggiare l'ingresso di nuovi azionisti non graditi ai sottoscrittori del patto limitando la contendibilità.

La letteratura non vede necessariamente aspetti negativi da questi tipi di accordi, ma sono anche presenti evidenze positive. Come osservato da Bennedsen e Wolfenzon (2000), raggruppando i diritti patrimoniali di più azionisti, possono essere accordi funzionali ed efficienti, infatti da un lato si può permettere la condivisione tra un maggior numero di membri di eventuali decisioni negative e dall'altro favorire la presa di decisioni più efficienti. Anche Chemla et al. (2007) evidenziano l'importanza di questi accordi come meccanismi per fornire maggiori incentivi per eseguire investimenti efficienti e fornire maggiore protezione per quanto riguarda trasferimenti di benessere.

1.6.2 Piramidi Societarie

Una delle strutture largamente utilizzate, principalmente dalle imprese familiari, per mantenere il controllo dell'azienda e facilitare l'espropriazione della ricchezza degli

azionisti non famigliari e di minoranza sono le piramidi societarie, ovvero catene di società attraverso le quali si riesce a governare un'impresa quotata con investimenti ridotti nella holding (società che possiede azioni o quote di altre società) all'apice del gruppo. Il loro frequente uso è spiegato dalla possibilità anche per investitori senza ingenti quantità di capitali di controllare società di grandi dimensioni e di beneficiare delle elevate risorse finanziarie generate sotto forma di dividendi. Solitamente le imprese al livello inferiore della "piramide" sono soggette ad un payout²¹ elevato, in quanto le risorse devono risalire fino al primo livello della catena di controllo per finire agli azionisti che detengono il controllo.

Una possibile spiegazione della loro creazione è legata all'inefficienza del mercato ed in particolare nel finanziamento delle imprese. Questi gruppi nei paesi con una scarsa protezione per gli investitori²² ed in quelli emergenti possono proprio sostituire il mercato dei capitali e comportarsi come finanziatori (Khanna e Palepu, 1997). A tal proposito attraverso tipologie di finanziamento derivanti da dentro i gruppi possono sostituire le fonti di finanziamento esterno oppure possono essere i gruppi stessi a favorire nuove forme di finanziamento esterne.

Nonostante una delle ragioni per la creazione di queste strutture sia proprio l'appropriazione dei benefici privati, Aguillera e Crespi-Caldera sottolineano che non sono necessariamente dannose per tutti gli azionisti di minoranza nelle imprese famigliari, come invece è più probabile nelle imprese ad azionariato diffuso. Questo perché i gruppi famigliari (sottoforma di piramidi) possono proprio rappresentare una forma organizzativa efficiente per generare e condividere le rendite ottenute dai beni famigliari in modo da avvantaggiare anche gli altri azionisti (o comunque non espropriarli di tutta la loro ricchezza).

Le strutture piramidali possono anche essere usate per salvare un'impresa in difficoltà all'interno del gruppo, anche se questo avviene alle spese degli azionisti di minoranza delle società sane. In uno studio di Lins, Volpin e Wagner viene infatti sottolineato che può avvenire una riduzione degli investimenti nelle società sane del gruppo, in modo da destinare maggiori risorse all'impresa in difficoltà al fine di poterle garantire maggiore probabilità di sopravvivenza.

1.6.3 Dual class shares

Questo ultimo meccanismo proposto è uno dei più utilizzati dagli azionisti di maggioranza per creare strutture di controllo in modo da poter preservare i loro benefici privati. Formalmente è una struttura dei diritti di voto che consente ad una classe di investitori di ottenere posizioni di rilievo nonostante abbiano investito una bassa quota di capitale (per esempio detenere il 50% dei diritti di voto possedendo il 30% del capitale azionario). Nella maggior parte delle imprese quotate tutte le azioni ricevono la stessa frazione di dividendo e hanno lo stesso diritto di voto nell'assemblea generale. Tuttavia, in alcune società

²¹ Distribuzione di utili netti sottoforma di dividendi.

²² La Porta et al. (1998), Faccio e Lang (2002) hanno proprio dimostrato che in paesi con scarsa protezione per gli investitori è più alta la probabilità di imbattersi in queste forme societarie.

possono essere presenti azioni di classe A e azioni di classi B (dual-class shares); tutte e due le classi ricevono la stessa frazione di dividendo, ma solo una ha il diritto di voto. Spesso quando vengono emesse nuove azioni al pubblico viene offerta la classe senza diritto di voto, mentre ai fondatori, famigliari viene offerta quella con diritto di voto permettendo più potere.

Molta letteratura si è soffermata su questo problema, in particolare Grossman e Hart (1988) affermano che struttura one share-one vote è la più efficiente in quanto permette la contendibilità del controllo. Con questa struttura di voto, il manager rivale incapace non riesce a sottrarre il controllo al manager incumbent capace mentre il rivale capace riesce ad ottenere il controllo a discapito dell'incumbent incapace. Secondo i due autori la struttura dual class shares non permette il passaggio ottimale del controllo, in quanto la competizione avviene solamente sulle azioni con diritto di voto.

1.7 Meccanismi di Corporate Governance

In questo paragrafo vengono proposti alcuni meccanismi di corporate governance²³, ovvero un insieme di tecniche pratiche per ridurre le inefficienze determinate dall'asimmetria informativa e dai conflitti di interesse (cioè i problemi d'agenzia esposti in precedenza).

Uno dei principali meccanismi è il *Consiglio di Amministrazione* (Board of Directors) che rappresenta il braccio legislativo della società ed è l'organo rappresentativo della democrazia degli azionisti. Infatti, una condizione necessaria da cui non può prescindere una governance efficiente è il funzionamento adeguato degli organi sociali. Tra le sue funzioni vi è il compito di controllare l'operato del manager (quindi tutelare l'interesse azionario) e nel caso questo non tenga un comportamento secondo gli interessi aziendali, decidere per la sua rimozione. Inoltre, può anche tutelare gli azionisti di minoranza dall'esproprio messo in atto da quelli di maggioranza (tuttavia è richiesto che il board non sia controllato internamente dagli azionisti di controllo). Riassumendo è raffigurato come un meccanismo per alleviare principalmente i problemi d'agenzia I e II. Inoltre, nelle imprese famigliari consente di mitigare il problema di agenzia IV in quanto i membri famigliari all'interno del consiglio possono migliorare la comunicazione e di conseguenza allineare gli incentivi tra azionisti famigliari.

Oltre a queste azioni di tutela, svolge altre attività come visionare i piani strategici (approfonditi nel seguito), industriali e analizzare se sono adeguati o meno gli assetti organizzativi, amministrativi e contabili (Jensen e Meckling, 1976; Fama e Jensen 1983). Una parte del consiglio deve essere costituito da amministratori esterni o indipendenti (in genere sono esperti del settore o professionisti che ricoprono un ruolo di consulenza) in quanto rappresentano uno strumento efficace di monitoring e pressione sul management in difesa degli interessi dell'impresa e degli azionisti di minoranza.

²³ Non viene riportata la "concentrazione proprietaria", in quanto come già spiegato nel corso dell'elaborato è proprio la caratteristica distintiva delle imprese famigliari.

Coerentemente con il punto di vista che il board può creare valore bilanciando il potere tra azionisti familiari e non, Anderson e Reeb (2004) hanno trovato una relazione positiva tra indipendenza del board e performance aziendali delle imprese familiari americane.

Il secondo meccanismo sono schemi di retribuzione dei manager (*compensation*). Per ridurre il conflitto tra azionisti e manager viene legato il compenso di questi ultimi alla valorizzazione dell'impresa. Il compenso è composto da una parte fissa (salario) e una parte variabile legata alle performance dell'impresa (pay for performance) sottoforma di bonus, premi azionari e opzioni su azioni. Fama (1980) sottolinea il ruolo della reputazione in quanto i manager per difendere il loro nome potrebbero massimizzare l'utilità degli azionisti anche in assenza di un contratto pay-performance. Nelle imprese familiari il compenso dei dirigenti familiari può ridurre il rischio di un loro arroccamento e quindi alleviare anche il problema di agenzia II. Gómez-Mejía, Larrazza-Kintana & Makri (2003) e Carrasco-Hernández & Sánchez-Marín (2007) mostrano che i CEO familiari ricevono una paga inferiore²⁴ in confronto a quelli non familiari, ma hanno una maggiore protezione del rischio. Combs et al. (2010) aggiungono che il compenso è inferiore solo se anche altri membri famigliari sono coinvolti nell'impresa, mentre è superiore quando è presente solo il CEO familiare.

In realtà, Jensen e Meckling sostengono che questo meccanismo non è necessario nelle imprese famigliari visto che gli interessi degli agenti famigliari sono già allineati con quelli dei proprietari. Tuttavia, se si considera che l'altruismo pregiudica la percezione dei proprietari, questi potrebbero avere difficoltà nel monitorare e disciplinare la condotta degli agenti. Quindi Anderson (1985) conferma che la soluzione migliore è proprio quella di legare una porzione del salario degli agenti famigliari a risultati che possono essere effettivamente monitorati e valutati (come le performance) riducendo la tendenza al free-riding.

Un terzo meccanismo di governance proposto sempre da Jensen e Meckling (1976) è il debito che con la sua funzione disciplinante nei confronti del management può ridurre l'uso improprio di risorse. L'aspetto fondamentale di questo meccanismo è quello di vincolare la discrezionalità manageriale, spingendo il manager ad assumere un comportamento efficiente e con maggior sforzo per evitare la bancarotta (e di conseguenza il rischio di sostituzione e un peggioramento della reputazione). Inoltre, a causa degli impegni derivanti dal contratto di debito, come l'obbligo di restituzione ad un preciso istante temporale per evitare sanzioni future (come un maggior tasso di interesse o proprio la negazione di un nuovo debito), si riducono i free-cash flow disponibili per intraprendere progetti non redditizi ed indulgere in benefici non monetari.

Questa forma di finanziamento può anche mitigare il problema d'agenzia IV in visto che permette alle famiglie di mantenere il controllo della società, infatti il ricorso al debito riduce il bisogno di un aumento dell'equity che comporterebbe una diluizione del potere degli azionisti familiari e della famiglia in generale (Ellul, 2009).

²⁴ Il risultato non deve trarre in inganno in quanto è molto probabile che i CEO famigliari ricevano "perquisites" ed altri benefici non direttamente osservabili, che li compensano per la retribuzione indicata.

Come osservato in precedenza i ridotti conflitti di interesse tra azionisti famigliari e creditori si possono tradurre in un minor costo di indebitamento. L'attento monitoraggio e controllo dell'impresa da parte della famiglia potrebbe portare ad un miglioramento delle performance e pertanto generare maggiori cash flow in modo da poter soddisfare le richieste dei creditori. Inoltre, visti i portafogli scarsamente diversificati delle famiglie queste possono avere maggiori incentivi a ridurre il rischio d'impresa e la variabilità dei cash flow e di conseguenza gli obbligazionisti sopportando minori rischi possono richiedere rendimenti inferiori.

Per limitare i costi d'agenzia e migliorare il controllo dell'organizzazione possono anche essere utilizzati dei piani strategici, un ottimo strumento per le società non sottoposte alla disciplina del mercato dei capitali. Jensen e Meckling (1985) osservano come possono ridurre l'asimmetria informativa all'interno dell'impresa e quindi la paura di azzardo morale. Promuovono l'allineamento delle attitudini verso opportunità di crescita e rischio e richiedono che gli agenti costantemente confrontino le performance aziendali rispetto a benchmark interni ed esterni stabilendo il valore e la mission dell'impresa. Tuttavia, alcuni autori come Ward (1988) considerano per le imprese famigliari la pianificazione strategica come dispendiosa in termini di tempo, non considerandola come portatrice di nuove intuizioni strategiche o altri vantaggi. Inoltre, viene evitata dai membri famigliari se richiede di prendere in considerazione problemi emotivamente cari come la disciplina degli agenti famigliari o altre decisioni che coinvolgono le relazioni famigliari.

Le imprese familiari, in aggiunta, possono usare specifici meccanismi di governance in modo da regolare le relazioni tra l'azienda e la famiglia. Questi meccanismi servono ad articolare e comunicare i valori obiettivi della missione familiare, gestire eventuali conflitti familiari e facilitare un'efficace comunicazione all'interno della famiglia e tra impresa e famiglia (Davis 2007, Gersick & Feliu 2014). L'assemblea di famiglia e il Consiglio di famiglia sono due organi di governo della famiglia simili all'assemblea degli azionisti e al consiglio di amministrazione.

L'assemblea di famiglia riunisce tutti i membri della famiglia aziendale sopra una certa età (ad esempio 14 anni) indipendentemente dal loro rapporto con l'impresa. Fornisce informazioni ai suoi membri sulla famiglia e sul business e promuove uno scambio di idee costruttivo sui valori famigliari, la vision e mission in modo da conservare il patrimonio, le norme e tradizioni famigliari. È incaricata di eleggere il Consiglio di famiglia tra i suoi membri e di esaminare, approvare il lavoro svolto dal consiglio per suo conto (Davies, 2007).

Il Consiglio di famiglia è il gruppo di lavoro rappresentativo che organizza incontri e istruzione per la famiglia (ed eventualmente cerca di risolvere conflitti interni) e prende le decisioni in caso di sua assenza. Anche con l'ausilio del CdA cerca di trovare un punto d'incontro sugli obiettivi famigliari e quelli degli azionisti, come consigliare ai directors un processo decisionale appropriato per salvaguardare i valori, bisogni e desideri della famiglia o sottoporre all'approvazione del CDA stesso decisioni e politiche tipiche della società come l'assunzione e il compenso dei membri famigliari. Tipicamente redige l'atto di costituzione

della famiglia (accordo scritto e moralmente vincolante tra i membri) che sarà poi discusso e approvato dall'assemblea familiare.

Il suo ruolo principale è quello di attenuare il problema d'agenzia IV, ma può anche permettere di alleviare il problema stabilendo certi requisiti da soddisfare per poter assumere il ruolo di manager nell'impresa, il problema III promuovendo particolari disposizioni che permettono a particolari membri familiari di sostituire i creditori e quindi diminuire la presenza di finanziatori esterni ed il problema I limitando la quota della partecipazione azionaria ai familiari presenti nell'impresa.

1.8 Common Law e Civil Law

Oltre questi meccanismi di corporate governance è di fondamentale importanza tenere in considerazione il contesto istituzionale in cui l'impresa opera. Le relazioni tra il sistema legale e lo sviluppo del sistema finanziario vengono studiate dalla disciplina "*Law and Finance*". Studiosi ed economisti come La Porta, Lopez-De Silanes, Shleifer e Vishy sostengono che nei Paesi con un ridotto grado di tutela degli investitori (ed azionisti di minoranza) e bassa efficacia della law enforcement (qualità dell'applicazione delle leggi), il rischio di espropriazione è maggiore e di conseguenza è minore il numero di investitori esterni che decidono di finanziare l'impresa, la quale avrà maggiori difficoltà a perseguire obiettivi di crescita.

La letteratura propone due tipologie di sistemi giuridici: Civil Law e Common Law.

Il *Civil Law* è un primo modello di ordinamento giuridico, dominante oggi a livello mondiale, proveniente dal diritto romano che si è sviluppato sotto Napoleone e Bismark. Principalmente si basa su codici, norme, leggi o atti normativi che regolano le situazioni che successivamente saranno prese in esame ed analizzate dai giudici. L'origine della sua nascita è legata al fatto di dover proteggere lo Stato e rafforzare i governi nazionali ed il loro diritti e non per facilitare la contrattazione finanziaria e la negoziazione.

Il mercato finanziario non ha molta rilevanza, in quanto non vengono scambiate grandi quantità di azioni, mentre la legge è fondamentale in quanto racchiude gli interessi degli azionisti e degli stakeholders.

Questo ordinamento è tipico in presenza di un'elevata concentrazione della proprietà tramite gruppi di controllo che detengono quote significative del capitale dell'impresa con i metodi visti in precedenza. Visto che il controllo viene effettuato dai portatori di interesse principali si è in un contesto di "insider system".

Common Law è sempre un modello di ordinamento, ma di origine anglosassone. È diffuso principalmente in Inghilterra, Irlanda, Stati Uniti, Canada e Australia.

È modellato da decisioni giuridiche precedenti infatti non esiste una legge scritta ed è formato da giudici che hanno da risolvere situazioni specifiche. Le decisioni prese dal giudice dovranno poi essere applicate per tutte le controversie riguardanti lo stesso ambito. Si è evoluto per proteggere la proprietà privata dalla Corona e per rendere più semplici le negoziazioni private. Le imprese caratterizzate da questo ordinamento hanno una struttura proprietaria frammentata, con una separazione tra proprietà e controllo ed

elevato il ricorso al mercato finanziario. L'attività di monitoraggio è svolta dal mercato esterno, infatti si parla di "market-oriented system".

Secondo uno studio²⁵ sul diritto d'impresa in 49 paesi (da Europa, Nord e Sud America, Africa, Asia e Australia) aventi almeno 5 imprese nazionali non finanziarie quotate in borsa e senza quote dello Stato, i paesi con l'ordinamento giuridico di Common Law offrono la maggior tutela per gli investitori ed hanno il più alto grado di law enforcement mentre i paesi con Civil Law (in particolare la Francia) offrono la peggiore tutela agli investitori ed hanno la più bassa qualità di enforcement. I paesi con Civil Law tedesca e scandinava si collocano nel mezzo.

Secondo Coffee (2000) la protezione maggiore è nel caso di Common Law in quanto i manager consapevoli delle sanzioni precedenti comminate al non rispetto della legge, hanno meno incentivi ad adottare meccanismi per espropriare gli azionisti.

Da l'altro lato gli economisti sono poco allineati con questa opinione in quanto anche in questa situazione i giudici possono abusare della loro discrezionalità favorendo comunque i loro interessi politici ed economici.

1.9 Opacità

Oltre al sistema legale di uno Stato che agisce come dispositivo di governance fondamentale conferendo agli investitori i diritti e meccanismi (ad esempio tribunali) per proteggere i loro interessi contro i grandi shareholders²⁶, altri autori come Leuz, Nanda, Wysocki (2003) sottolineano il ruolo della corporate transparency per la comprensione della protezione degli azionisti di minoranza. La trasparenza è una componente cruciale, infatti aggiungendo disciplina tende a ridurre i conflitti d'agenzia tra large shareholders e investitori minori. Questo aspetto non è secondario, infatti Stiglitz (2000) sostiene che per molti paesi la mancanza di informazioni sugli azionisti di controllo inibisce o dissuade investimenti dall'esterno. Anderson e Reeb (2009) hanno preso in esame le 2000 più grandi imprese industriali US ed hanno analizzato l'opacità scomponendola in due componenti: una interna (componente informativa, sulla qualità di diffusione delle informazioni) e una esterna (controllo del mercato). Per gli investitori è più importante la prima componente, confermando quello sostenuto da Stiglitz.

In sostanza l'opacità influenza la capacità degli investitori esterni e analisti di vigilare sull'opportunità degli shareholders di controllo (Faccio, Lang e Young, 2001). Sebbene i regolatori richiedano un'ampia divulgazione per le imprese quotate, si verificano ancora variazioni sostanziali negli ambienti informativi delle società a seconda delle divulgazioni pubbliche, informazioni private e coperture degli analisti finanziari. Le imprese che mantengono differenti tipi di strutture di diffusione delle informazioni, ad esempio diverse relazioni con gli intermediari, presentano differenze diffuse nell'opacità aziendale.

²⁵ Paper "Investor protection e corporate Governance" (2000) di La Porta, Shleifer e Vishny. Journal of Financial Economics.

²⁶ La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer e Vishny, 1998, 2000; Claessens, Djankov, Fan e Lang, 2002; Dick e Zingales, 2002; Nenova, 2003.

Le Imprese affrontano un trade-off tra benefici e costi dell'opacità nella scelta di quanto opache vogliono essere. Quando la struttura proprietaria crea maggiori opportunità, le imprese hanno maggiori incentivi a rimanere opache. Il costo dell'opacità è che i mercati dei capitali saranno disposti a fornire capitale a maggior costo se il rischio di espropriazione è elevato ed il monitoraggio è costoso. La scelta del grado di opacità (o trasparenza) pertanto riflette i costi associati per ottenere finanze esterne o la deviazione da un'ottima struttura finanziaria o altri costi. I benefici di una maggiore trasparenza possono essere molto alti, comportando il rimanere trasparenti per un lungo periodo di tempo. Parte dei benefici per una maggiore trasparenza possono derivare dal fatto che essendo cresciute come grandi imprese, queste imprese godono ancora di una crescita potenziale in virtù dell'innovazione dei loro prodotti o potere di mercato e che probabilmente necessitano di una quantità significativa di risorse esterne per sostenere la loro crescita e posizione nel mercato. La trasparenza riduce l'asimmetria informativa e permette una flessibilità finanziaria ad un minor costo del capitale.

Il concetto di opacità (e di conseguenza di trasparenza) è legato direttamente a quello della presenza del fondatore e dei suoi eredi nella società infatti Anderson, Duru e Reeb sostengono che i fondatori ed eredi con la loro unica e dominante posizione di controllo hanno forti incentivi ad influenzare la corporate transparency. Su questo argomento sono presenti due teorie di per sé un po' contrastanti.

Una prima ipotesi è quella di *entrenchment*²⁷. Questa teoria indica che i fondatori e gli eredi hanno forti incentivi per limitare il flusso di informazioni delle attività aziendali e di conseguenza aumentare l'opacità aziendale in modo da trincerarsi ed estrarre risorse aziendali alle spese degli azionisti di minoranza. Lang, Lins e Miller (2004) sostengono che questi tipi di shareholders tentano di nascondere la loro ricchezza e scoraggiano investitori esterni divulgando informazioni distorte o limitate. In base a queste osservazioni vengono suggerite due relazioni riguardanti la proprietà del fondatore e/o erede: una positiva con la corporate opacity e l'altra negativa con le performance dell'impresa.

Un' alternativa è la prospettiva del *monitor in-place*. In questa ipotesi i fondatori e/o gli eredi usano la loro straordinaria posizione all'interno dell'impresa per monitorare e disciplinare i manager (Anderson e Reeb, 2003) riducendo i problemi d'agenzia causati dalla separazione tra proprietà e controllo. A tal proposito Shleifer e Vishny (1986) suggeriscono che questi tipi di shareholders hanno forti incentivi per collezionare informazioni ed il potere per monitorare i manager e promuovere il valore e welfare aziendale (maggiore divulgazione delle informazioni). Agendo da supervisor sono in grado di fornire controllo e sostituire il ruolo disciplinante della trasparenza. Inoltre, effettuando un monitoring efficace l'opacità aziendale può fornire dei vantaggi di costo per l'impresa derivante dalle minori spese di divulgazione delle informazioni che le imprese rivali possono acquistare. Anche questa prospettiva quindi suggerisce una relazione positiva tra la proprietà dei

²⁷ Shleifer e Vishny (1989) con questo termine si indicano i meccanismi di autodifesa ed espropriazione adoperati dal management per influenzare le strategie aziendali verso i propri interessi e non per forza a vantaggio dell'azienda.

fondatori e degli eredi e la corporate opacity, ma rispetto al caso precedente una relazione positiva tra le performance dell'impresa e la presenza nella proprietà del fondatore o eredi. In base a queste due ipotesi precedenti ricerche di alcuni studiosi come Morck, Villalonga e Amit (2006) sottolineano un possibile differente uso da parte dei fondatori e degli eredi. L'ipotesi di monitoraggio si applica meglio ai fondatori in quanto sono saliti alla ribalta come grandi società in un periodo di tempo relativamente breve. Da l'altro lato l'ipotesi di entrenchment si applica meglio agli eredi in quanto le loro imprese sono nate a causa di un legame e non merito indicando un impegno minore rispetto ai fondatori.

1.10 Riepilogo

Per concludere il capitolo vengono brevemente riepilogati i tratti distintivi che contraddistinguono le imprese familiari.

Come sottolineato il denominatore comune di queste imprese è quello di avere alti livelli di concentrazione proprietaria. Questa caratteristica consente un forte controllo da parte della proprietà familiare sul management, riducendo l'asimmetria informativa tra i proprietari ed i manager (problema d'agenzia del primo tipo), e garantendo vantaggi nello sviluppo, sostenimento e appropriazione del valore d'impresa (che deriva per esempio da asset specifici come la cultura familiare e la ricerca della ricchezza socio emozionale). Questi incentivi di monitoraggio sono particolarmente forti nelle founding-family visto che le famiglie hanno investito gran parte della loro ricchezza privata nella società e non sono ben diversificate. In aggiunta poiché la compagnia potrà essere controllata dalle future generazioni, le famiglie possono avere orizzonti di investimento più lunghi con l'obiettivo di essere massimizzatrici del valore a lungo termine (James, 1999) rispetto agli altri shareholders evitando di conseguenza la miopia manageriale (le decisioni di investimento saranno più efficienti visto che sono principalmente basate sul NPV). Quindi, le famiglie sono una tipologia unica di investitori con preoccupazioni eccezionali a riguardo la sopravvivenza della loro impresa.

Sintetizzando, il successo delle imprese familiari risiede proprio nella stabilità del sistema familiare (Pollack 1985). Secondo Ward (1988) le famiglie creano con successo un ambiente di lavoro che favorisce la fiducia e la lealtà, portando ad un minor turnover e costi di reclutamento. Infatti, le famiglie instabili non saranno in grado di mantenere la lealtà intergenerazionale tra i membri familiari e questo si tradurrà in forti conflitti interni con conseguenze sulle performance. Quindi le imprese familiari agiscono proprio come unità coerenti dove le decisioni di massimizzazione vengono prese con l'intera famiglia.

Dall'altro lato i costi di questa proprietà concentrata riguardano il fatto che le famiglie possono usare la loro posizione di controllo per espropriare gli azionisti di minoranza (problema d'agenzia del secondo tipo) attraverso eccessivi compensi per i membri familiari o operazioni con parti correlate. Inoltre, la proprietà familiare può essere eccessivamente interessata a mantenere il controllo della compagnia (arroccamento di

manager non qualificati)²⁸ anche in presenza di acquirenti di valore e quindi la cultura familiare può rendere l'organizzazione inflessibile e resistente ai cambiamenti (Hall et al, 2011). La ricerca di forme di finanziamento meno rischiose (nel senso di essere associate ad una minore probabilità di default) può tradursi anche in questo caso ad un ostacolo alla raccolta di fondi esterni per progetti di investimento in realtà profittevoli, portando svantaggi agli azionisti di minoranza.

Un altro costo ha a che fare con la famiglia stessa ed il legame con i suoi membri, come quando il fondatore è più disposto ad assegnare le posizioni chiave del management a parenti anche non qualificati con il solo obiettivo di rendere felice la famiglia ("amenity potential"; Demsetz e Lehn, 1985). In sostanza priorità familiari come benefici non monetari possono essere in conflitto con gli obiettivi degli investitori esterni. Inoltre, la governance esterna non può fermare le forme di opportunismo da parte dei proprietari visto che queste imprese familiari si trovano in mercati dei capitali e del controllo fallimentari (ovvero è presente una scarsa efficacia degli outside director) e quindi chi paga principalmente le conseguenze di queste situazioni sono gli azionisti di minoranza.

Ritornando all'estrazione dei benefici privati bisogna comunque sottolineare che l'incentivo "a consumarli" può essere basso se questo consumo è associato ad una perdita secca. Infatti, maggiore è la partecipazione azionaria detenuta dagli azionisti di controllo, maggiore è l'internalizzazione della perdita secca e pertanto sarà minore l'incentivo a divergere le risorse private come benefici privati del controllo.

²⁸ Secondo Shleifer e Vishny (1997) il maggior costo si verifica quando i fondatori vogliono continuare ad avere un ruolo attivo nell'impresa, anche se non sono più competenti. Di conseguenza si aspettano un peggioramento nelle performance delle imprese familiari con l'aumentare dell'età dell'azienda.

2. Successione

2.1 Introduzione

“È da tener presente che, quantomeno in un’azienda come quella che porta il nostro nome, non sarete dei semplici “eredi” chiamati a gestire con onore il bene lasciato dal fondatore, bensì dei ri-fondatori: ogni generazione rifonda l’azienda, certo sulla base di quanto le è stato trasmesso, ma rinnovandola per adeguarla al proprio tempo, o addirittura cambiandola totalmente”. Questa citazione di Alberto Falck (1999) in una lettera ai figli permette di introdurre, in questa parte dell’elaborato, una delle principali sfide che devono affrontare le imprese: il processo di successione, in quanto in ogni azienda arriva il momento nel quale il fondatore (o l’imprenditore) non è più in grado di gestirla. Vista l’essenzialità per le imprese familiari (come già osservato uno degli obiettivi principali è proprio la continuità e la sopravvivenza aziendale), Ward (1987) sceglie di definire queste imprese proprio in termini di possibilità di successione definendo “business familiare come quello che verrà trasmesso da gestire e controllare alle generazioni future della famiglia”. Da alcuni ricercatori viene proprio considerato come il problema principale (Handler, 1994) visto che le decisioni di successione sono critiche e possono essere influenzate dalle preferenze della famiglia di controllo, dei manager, dei fondatori e queste si ripercuotono sulla sopravvivenza, le performance ed il successo. Un impatto atteso negativo appare quando non viene pianificata, viene posticipato il cambio generazionale il più possibile o quando vengono nominati eredi incompetenti²⁹.

A conferma di tutto ciò, le statistiche confermano che la successione è un problema. Solo circa il 30% delle imprese familiari sopravvive alla transazione verso la seconda generazione e solo il 12% arriva alla terza ed il 4% alla quarta generazione (Beckhard e Dyer, 1983).

Prendendo in considerazione la successione familiare si possono identificare principalmente quattro soggetti principali influenzanti ed influenzati³⁰:

- Il fondatore/imprenditore, persona chiave che ha fondato l’impresa attraverso il suo genio e personalità. È l’attore principale in grado di decidere il futuro dell’azienda, dopo averla guidata probabilmente per un grande periodo temporale. Le sue maggiori conoscenze sul business aziendale e le future opportunità di sviluppo lo rendono la persona più adeguata nella scelta di chi dovrà sostituirlo.
- Il successore, l’erede del fondatore deve essere abile a garantire la continuità e la sopravvivenza dell’azienda che si appresta a guidare.
- I componenti della famiglia i quali sono fortemente interessati della situazione aziendale (come già osservato nel capitolo precedente viene investito gran parte del patrimonio familiare all’interno della società) e della scelta del successore

²⁹ Una delle sfide principali può riguardare la capacità del successore di acquisire conoscenze e competenze chiave del predecessore in modo adeguato a mantenere e migliorare le prestazioni organizzative dell’impresa. Ward (1987) aggiunge che l’incapacità di pianificare strategicamente il futuro dell’impresa è una delle maggiori ragioni del fallimento nelle imprese familiari.

³⁰ Valutazioni imprenditoriali per la successione nell’impresa familiare, Passeri, 2007. Firenze University Press.

(interno o esterno). In particolare, chiedono che il successore designato disponga di ottime capacità di mediazione in modo da essere sempre trasparente sulla relazione tra famiglia-impresa.

- I dipendenti dell'impresa, i quali rappresentano "la forza umana" che permette all'azienda di raggiungere i suoi traguardi. Risultano influenzati dal ricambio generazionale in quanto potrebbe essere messa a rischio anche la loro sicurezza del posto di lavoro, oltre alle performance aziendali. L'erede potrebbe valutare per promozioni o licenziamenti sconvolgendo l'assetto organizzativo, mentre loro saranno in grado di confrontare le sue abilità con quelle del predecessore, eventualmente influenzando le azioni e decisioni future.

La continuità del business da una generazione all'altra dipende in gran parte dalla pianificazione della successione (deve essere programmata per tempo in accordo a principi condivisi da tutti gli attori) ed in particolare dalla cura e selezione del miglior candidato (Dyer 1986; Handler 1989; Ward 1987). Non a caso una delle prime domande che deve porsi il fondatore è se all'interno della famiglia esiste o meno qualche individuo adeguato a sostituirlo, quindi che possieda o sia in grado di sviluppare le caratteristiche necessarie a guidare l'organizzazione³¹. In questa analisi dovrebbe cercare di non farsi influenzare troppo dai legami famigliari, che potrebbero sfociare nel nepotismo, ma piuttosto osservare la presenza o meno del talento imprenditoriale. Non a caso è riconosciuto che i fondatori famigliari devono affrontare il "dynastic thinking", con il risultato spesso di scegliere loro famigliari invece che talentuosi manager esterni come successori. In ogni caso in mancanza di eredi qualificati, sarà necessario cercare un successore esterno in modo da non mettere in serio pericolo la continuità aziendale.

Quindi, in base alla strategia futura predisposta ed alle previsioni sulla redditività futura, gli attuali proprietari possono valutare cosa è meglio per il futuro della loro impresa, ovvero se lasciare la proprietà a un erede famigliare oppure affidarla ad un gruppo esterno alla famiglia (come conseguenza, in queste situazioni, si verifica la separazione tra proprietà e gestione).

La pianificazione permette la sostituzione di situazioni non prevedibili con azioni e decisioni concrete e di immediata realizzazione; di conseguenza bisogna affrontare la successione con lo stesso modello strategico adottato per gestire altri eventi aziendali. Viene consigliato di affrontare la successione "come un processo di pianificazione strategica, in grado di adattarsi alle differenti situazioni che si possono presentare nel corso del tempo" (Galesso). L'obiettivo, come già osservato in precedenza, è quello di garantire la continuità aziendale attraverso un equilibrio tra impresa, proprietà e rapporti tra i membri famigliari. Visto che si tratta di uno sviluppo complesso³² e lungo, difficilmente standardizzabile, Lansberg

³¹ Quando il controllo si trasferisce da abili imprenditori a manager famigliari delle generazioni successive, Morck e Yeung sostengono che l'erede probabilmente è meno capace e l'erede dell'erede sarà ancora meno capace come successore.

³² Nel momento della successione generazionale l'impresa potrebbe dover gestire forti conflitti di interesse tra i membri della famiglia, un aumento dei costi e disponibilità ridotta di risorse finanziarie, tensioni ed inefficienze organizzative interne.

(1988) sottolinea che la pianificazione della successione impone una grande varietà di cambiamenti significativi all'interno delle imprese. Prendendo in considerazione le imprese familiari, le relazioni familiari necessitano di essere riallineate, i modelli tradizionali di influenza devono essere ridistribuiti e le strutture di gestione e proprietà meno recenti devono lasciare il posto a nuove strutture. Il fondatore dovrebbe programmare questa pianificazione quando la sua età è compresa tra i 45-55 anni, in quanto sicuramente è in grado di guidare l'erede nel processo di formazione e ha raggiunto la piena conoscenza del trade-off tra propensione al rischio e sicurezza delle posizioni lavorative. Tuttavia, una buona parte dell'evidenza empirica sottolinea come nelle imprese familiari, la pianificazione della successione non inizia finché il fondatore non entra nell'ultima fase del ciclo di vita.

Inoltre, ed ancora più grave, nonostante la sua importanza la ricerca ha scoperto che la pianificazione spesso non viene effettuata a causa del comportamento del fondatore poco propenso ad un'uscita anticipata, una mancata chiarezza di come effettuare il passaggio generazionale e una scarsa conoscenza delle conseguenze giuridiche della successione. Questa non pianificazione può tradursi in gravi problemi mettendo a serio rischio la continuità aziendale in quanto la successione potrà essere considerata come un fatto improvviso, non disponendo di adeguati strumenti per affrontarla. La resistenza del fondatore alla pianificazione della successione è legata all'incapacità di dissociarsi dall'impresa (Kets de Vries, 1985) a causa dell'identità avviata con l'azienda, al desiderio di dimostrare ancora le proprie capacità e la poca fiducia nei confronti del successore, dalla mancanza di altri interessi e dalle paure associate al pensionamento³³. Tuttavia, un incontro ravvicinato con la morte o una malattia possono mobilitare il fondatore ad iniziare un processo di pianificazione. La famiglia ha bisogno di capire quanto sia doloroso per il fondatore dover abbandonare ed il fondatore deve essere consapevole dell'importanza della pianificazione ed essere in grado di accettarla (in questo modo il passaggio di consegne potrà avvenire senza grosse difficoltà).

Ritornando alla necessità della pianificazione strategica, questa coinvolge la combinazione principalmente di tre aree:

- Una pianificazione aziendale dove vengono definiti piani di sviluppo a lungo termine relativi alle aree funzionali (produzione, ricerca e sviluppo), amministrative (decisioni finanziarie e gestione del personale) e di monitoraggio (controllo della pianificazione);
- Pianificazione familiare dove si definiscono i rapporti, il funzionamento ed il coinvolgimento dei membri familiari all'interno dell'azienda (come ad esempio regole di accesso all'organizzazione, ruoli organizzativi da ricoprire, tempistiche e modalità della successione). In questa fase è necessaria una forte capacità e chiarezza di interazione e la presenza di fiducia tra i membri coinvolti.

³³ Tuttavia, non è necessario che il fondatore abbandoni totalmente l'impresa, ma uno degli aspetti fondamentali è che non partecipi più alla gestione attiva in modo da non destare l'impressione di una non volontà di abbandonare il suo ruolo e quindi non creare equivoci con il successore.

- Pianificazione patrimoniale quindi in base alle disponibilità finanziarie attuali e dei probabili fabbisogni futuri, vengono definiti i possibili assetti proprietari dell'impresa.

Vista questa difficoltà durante il passaggio generazionale, in alcune situazioni, le imprese familiari possono affidarsi ad una consulenza di professionisti esterni, rappresentati da persone o enti che conoscono bene l'impresa e la famiglia (ad esempio grazie ad un rapporto lavorativo precedente) e possono proporre soluzioni alle diverse situazioni che si possono verificare³⁴. Tra queste entità si possono riscontrare: consulenti-confidenti di famiglia, come avvocati amici di famiglia, commercialisti di fiducia, notai che frequentemente entrano in contatto con la famiglia e quindi ne conoscono i maggiori tratti distintivi avendo già affrontato situazioni di simile importanza; consulenti in gestione aziendale, che rispetto ai precedenti si focalizzano principalmente sulle problematiche aziendali in quanto vogliono garantire continuità all'azienda di famiglia; le banche in quanto permettono la risoluzione di problematiche finanziarie durante il processo successorio; le associazioni di categoria che aiutano le aziende in difficoltà durante la successione imprenditoriale in modo da garantire la sopravvivenza aziendale in quanto è fondamentale anche per la stessa associazione; lo specialista in materia successoria, figura nata recentemente (che dispone di competenze proprie dell'ambito giuridico ed aziendale) con lo scopo di comprendere la situazione attuale dell'impresa e la sua relazione con la famiglia in modo da poter consigliare ed impostare un corretto processo di pianificazione.

Per concludere questo paragrafo sembra utile riportare come McGiven in una sua opera (*The dynamic of Management decision*) sintetizza brevemente in tre fasi un processo di successione ben programmato in accordo alle esigenze della società.

Nella prima fase il fondatore ed i suoi dirigenti devono prendere consapevolezza della necessità di una pianificazione della successione e devono valutare vantaggi e svantaggi sulla possibilità di mantenere una continuità familiare oppure affidarsi a manager esterni. Nella seconda fase deve essere presa la decisione sul futuro successore, individuando le capacità richieste per lo sviluppo futuro ed eventualmente quale formazione (non solamente teorica, ma anche pratica) fornire alla persona individuata. Il successore dovrà anche tener conto che sarà frequentemente comparato dai dipendenti e dal management con il predecessore e nel caso di giudizio critico, sfiduciato.

La terza fase corrisponde all'affermazione del successore individuato nell'organizzazione. L'erede (o nel caso di successione esterna, il manager esterno) dovrà essere in grado di sviluppare e dimostrare le competenze necessarie a guidare l'organizzazione, mostrare uno stile di leadership per relazionarsi con gli altri interlocutori (in modo da evitare conflitti futuri) e rispondere efficacemente alle esigenze dell'azienda e del mercato esterno in modo da portare ad una crescita delle performance.

³⁴ Valutazioni imprenditoriali per la successione nell'impresa familiare, Passeri, 2007. Firenze University Press.

2.2 “Patto di Famiglia”

È uno strumento (da stipulare per atto pubblico dal notaio a pena di nullità) utilizzato solamente dalle imprese familiari, introdotto in Italia con la legge n.55 il 14 febbraio 2006. Viene definito dall’articolo 768bis del Codice civile come *“il contratto con cui, compatibilmente con le disposizioni in materia di impresa familiare e nel rispetto delle differenti tipologie societarie, l’imprenditore trasferisce, in tutto o in parte, l’azienda, e il titolare di partecipazioni societarie trasferisce, in tutto o in parte, le proprie quote, ad uno o più discendenti”*.

Il fondatore (o l’imprenditore a capo dell’azienda) definisce il passaggio generazionale della sua impresa indicando i settori nei quali attualmente opera e in quali bisognerà affacciarsi nel futuro sperando di ridurre i possibili conflitti del rapporto tra famiglia e impresa e quelli nella scelta del successore. Viene sottoscritto dai membri familiari in quanto illustra i loro obblighi all’interno dell’impresa (è importante che sia valido per tutti i componenti familiari, senza escludere nessuno) permettendo una maggiore trasparenza sui comportamenti consentiti o meno.

Uno degli aspetti fondamentali è che al suo interno contiene proprio un “piano successorio”, ovvero un insieme di regole su cui bisogna basarsi durante il momento del passaggio generazionale. Vista la preferenza della famiglia di favorire un suo membro, talvolta anche indipendentemente dalle capacità possedute, al suo interno dovrebbero essere esplicitate con chiarezza i requisiti/regole³⁵ per la scelta del successore, i meccanismi da rispettare durante il processo di formazione e le fasi operative proprie del processo di successione in maniera da rendere la scelta del successore possibilmente oggettiva e privilegiare il bene e la continuità aziendale. Una condizione possibilmente da rispettare è la conclusione della definizione di questo patto in anticipo rispetto all’istante temporale previsto per il passaggio generazionale, al fine di evitare conflitti durante la sua compilazione in caso di successione imminente.

Questo documento di fondamentale importanza non è statico, ma può e deve essere rivisto al fine di adeguarlo ai cambiamenti dell’ambiente e dei settori nei quali l’azienda opera.

2.3 Successione come processo e trasferimento della conoscenza

Come si è già potuto comprendere nei paragrafi precedenti, la successione non viene considerata come un evento isolato, ma un lento, evolutivo mutuo processo di lealtà a più fasi che implica un coinvolgimento sempre crescente del successore nel business. Allo stesso tempo il predecessore riduce il suo coinvolgimento fino a quando non si verifica un effettivo trasferimento nell’organizzazione (Handler, 1989). Pertanto, ogni fase del processo può essere associata ad un particolare comportamento del ruolo del predecessore e successore, in cui gli individui sono in grado di comprendere il

³⁵ Ad esempio, per l’erede si potrebbe stabilire la necessità di un’età minima, di un titolo di studio, oppure per un periodo temporale minimo aver svolto un’esperienza esterna.

Regole chiare possono anche permettere di risolvere conflitti interni, in caso di più aspiranti successori che altrimenti potrebbero tradursi in forti tensioni ed ostilità all’interno dell’impresa.

comportamento dell'altro e come conseguenza adattare il proprio ruolo³⁶. Nel processo è centrale il trasferimento di leadership, esperienza, autorità, potere decisionale. Dall'altro lato squilibri di potere, conflitti famigliari e la mancanza di una chiara scelta dell'erede sembrano complicare il processo di successione.

Handler cercando di spiegare la successione come un processo di mutuo aggiustamento tra il fondatore e la futura generazione propone un piccolo esempio (*figura 1*). Il fondatore-proprietario si sposta da unico operatore a monarca (mantiene comunque ancora la maggior parte dei poteri decisionali rispetto agli altri attori), terminando come consulente (quindi vicino all'addio alla società). Allo stesso tempo la generazione successiva dei membri famigliari si sposta dalla fase "no ruolo o ruolo indefinito" ad aiutante fino a diventare leader. Handler tiene a sottolineare due aspetti: molti fondatori non scenderanno mai sotto il livello di monarca, insistendo nel mantenere il controllo. Corrispondentemente molti eredi non supereranno mai la fase di aiutanti a causa anche della mancata autorizzazione da parte dei loro predecessori di aumentare il potere (il fondatore deve autorizzare il progresso dell'erede). Il fatto che l'erede sia in grado di assumere un nuovo ruolo permette al fondatore di diminuire la sua importanza. Infine, il processo di successione non è sempre regolare e continuo, ad esempio la morte prematura del predecessore o del successore designato può portare anche a gravi problemi organizzativi.

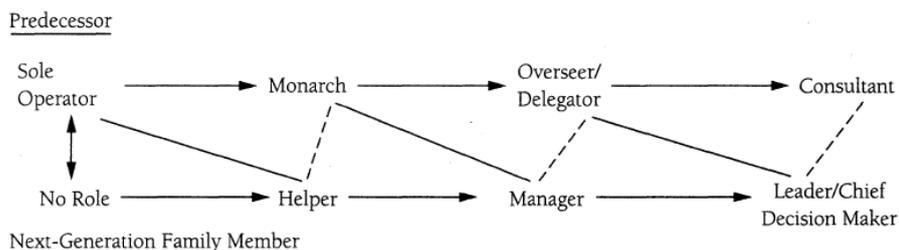


Figura 1: Processo di mutuo aggiustamento tra il fondatore e la successiva generazione familiare. Fonte: Succession in Family Business: A Review of the Research Handler, 1989, p. 194.

Quindi, il successore deve essere in grado di superare il processo di successione, infatti le sue attitudini, abilità e performance devono soddisfare gli obiettivi dei partecipanti al processo e condurre l'azienda di famiglia verso una nuova fase di progresso (le sue competenze e conoscenze dovrebbero essere superiori a quelle del predecessore in quanto dovrà operare in ambienti più competitivi e difficili da gestire).

Secondo Rogal (1989) una parte critica nella pianificazione della successione è proprio la valutazione dell'adattamento tra interessi di carriera e le abilità ed il ruolo del successore. Il fatto che l'erede sia in grado o meno di superare le prove dipende dalle sue capacità di adattarsi alle posizioni di maggiori responsabilità all'interno dell'azienda ottenendo credibilità e legittimità (Barach & Ganitsky, 1995) e dal rapporto che si instaura con il

³⁶ George Kelly (1995) definisce ruolo "un processo psicologico basato sulla costruzione di aspetti di chi detiene il ruolo a riguardo di coloro che cercano di unirsi nell'ambiente sociale"

predecessore³⁷. Questo deve essere caratterizzato principalmente dal rispetto e dalla comprensione dei problemi altrui. In caso di conflitti si possono verificare principalmente tre scenari di conflitto collegati tra loro³⁸. Il primo è una *situazione conflittuale* nella quale la nuova generazione vuole sostituire immediatamente il predecessore, il quale non è d'accordo e quindi si verifica uno slittamento della successione. La seconda è una *situazione di disagio* dove il successore si scontra con la riluttanza del predecessore a lasciare la posizione di comando dell'impresa. La terza è una *situazione consensuale* dove se i desideri di collaborazione e di partecipazione del successore sono in linea con quelli del predecessore allora all'interno dell'azienda non saranno presenti conflitti, ma se questo non si verifica allora si possono creare le situazioni viste in precedenza mettendo a serio rischio la sopravvivenza aziendale e compromettendo eventuali opportunità di sviluppo futuro.

Le "strategie difensive" dell'imprenditore uscente possono includere, ad esempio, la nomina di un successore non tecnico, non idoneo, ovvero non adatto a salvaguardare la continuità aziendale al fine di dimostrare l'inseparabilità della sua figura con l'impresa. Oppure, potrebbe ostacolare direttamente la successione non fornendo informazioni, collaborazioni utili al successore per svolgere correttamente le attività aziendali.

La ragione di un possibile successo è proprio associata al fatto che gli individui che hanno relazioni di lavoro basate sulla fiducia, rispetto reciproco tendono a sentirsi supportate, riconosciute e più soddisfatte della qualità della loro esperienza nel business. Quindi i proprietari da un lato devono essere disposti ad apprezzare ed essere orgogliosi dei successi e delle possibilità del successore e dall'altro avere la flessibilità di esplorare e accettare nuovi approcci di gestione. Il successore in cambio deve apprezzare la conoscenza accumulata dal predecessore ed il suo contributo all'impresa, non rifiutando i metodi di lavoro stabiliti e le pratiche consolidate senza aver considerato il loro valore nell'impresa. Un fattore aggiuntivo che Szulanski (1996) considera un determinante chiave nell'effettivo trasferimento di conoscenza è l'esistenza di un'adeguata motivazione (sia del predecessore che successore). Il predecessore potrebbe soffrire di problemi di motivazione sentendo la diminuzione del suo status e della sua importanza (desiderio di immortalità e senso di indispensabilità rispetto al business) mentre il processo di successione si sviluppa (problema traumatico per i fondatori, Sonnenfeld & Spence 1989). Gli eredi invece possono rifiutare il ruolo proposto o sottovalutare la conoscenza che i predecessori forniscono. Quindi una caratteristica chiave in una relazione funzionale devono essere sentimenti reciproci positivi (Barach & Ganitsky, 1995).

Fondamentale in questo processo di "passaggio di consegne", come è già stato sottolineato in precedenza, riveste la formazione ricevuta dal successore, anche considerando il fatto che il predecessore è portatore di conoscenza dei maggiori aspetti strategici del business.

³⁷ Davis (1982) effettua un sondaggio sui rapporti tra padri e figli. I risultati hanno mostrato relazioni armoniose se età del padre compresa tra 50-59 anni ed il figlio 23-32. La relazione diventa problematica quando l'età del padre è compresa tra 60-69 anni e quella del figlio tra 34-40.

³⁸ Passeri Riccardo, Valutazioni imprenditoriali per la successione nell'impresa familiare, Firenze University press, 2007.

Secondo Foster (1995) preparare i successori ad essere leader non implica solo l'interiorizzazione di tutti gli aspetti particolari del business (ad esempio, la filosofia, i processi di produzione, rapporti con fornitori e clienti), ma anche l'acquisizione di conoscenze riguardanti il settore in cui l'impresa opera (fonti finanziarie, regolamenti, storia, mercati presenti e futuri). Inoltre, gli eredi devono sviluppare capacità di gestione in modo da poter influenzare altre persone (comunicazione, motivazione) e devono arrivare a conoscere e comprendere sé stessi per essere consapevoli dei propri punti di forza e debolezza.

Di notevole importanza per l'erede è la capacità di apprendimento della realtà in cui dovrà operare, e a tal proposito può risultare vantaggioso l'introduzione del successore all'interno della società in età giovanile. In questo modo, l'erede può crescere ascoltando le strategie di management e quindi quando entra nel business può aver già acquisito una profonda conoscenza. Infatti, questa esperienza permette di familiarizzare con la natura dell'azienda e dei suoi dipendenti, sviluppare capacità specifiche necessarie per il business e come conseguenza sarà più facile per il successore essere accettato, acquisire credibilità e rafforzare le relazioni importanti all'interno dell'impresa.

Complementare a questo coinvolgimento anticipato all'interno della società, un altro aspetto che può risultare importante sempre nel processo di formazione del successore è quello di maturare un'esperienza esterna all'impresa familiare (anche come una dimostrazione del valore ad eventuali dirigenti critici sulle sue reali abilità). Infatti, solo operando sul campo si possono comprendere le reali problematiche che un'impresa può dover affrontare. La scelta migliore potrebbe essere quella di far lavorare l'erede nell'impresa di un importante fornitore o cliente privilegiato, in quanto potrebbe proprio entrare già in contatto con l'area futura dove dovrà svolgere le sue attività ed acquisire maggiore conoscenza del mercato (un'alternativa sarebbe quella di un'impresa in un settore affine alla società familiare, mentre anche se molto utile si tende ad escludere un diretto competitor).

Fienger, Brown, Prince e File (1995) hanno confrontato approcci familiari e non familiari per lo sviluppo dei successori. Gli autori hanno osservato che i leader aziendali familiari a differenza delle controparti non familiari sono profondamente coinvolti nelle relazioni di mentoring e supervisione con i loro successori perché credono che relazioni più strette con i loro successori siano una forma superiore di esperienza a sostegno dello sviluppo. Questo perché la relazione tra predecessore e successore è speciale e va oltre il lavoro includendo questioni personali e familiari. Pertanto, questo metodo facilita l'assimilazione di elementi taciti di conoscenza da parte dei successori. Quindi la relazione particolare che lega predecessore e successore nell'azienda familiare offre al manager futuro una posizione più favorevole. Un aspetto interessante evidenziato da Iannarelli (1992) è che le figure femminili sono viste in modo differente in confronto alle figure maschili durante il percorso di socializzazione. Nello specifico trascorrono meno tempo a contatto con il business, sviluppano meno abilità e sono incoraggiate meno rispetto ai fratelli. Dumas (1989) per le figlie usa il termine "successione invisibile", in quanto non vengono considerate come potenziali manager.

In conclusione, di tutto ciò, si può sostenere che il processo di successione si sarà svolto correttamente solo se il successore sarà in grado di comprendere perfettamente l'ambiente in cui dovrà lavorare individuando precedentemente i possibili ostacoli per il suo ingresso in azienda in maniera da poter conquistare la leadership e permettere la continuità aziendale, evitando futuri conflitti in grado di peggiorare le performance e la continuità dell'impresa.

2.4 Fattori che possono influenzare successione del CEO

La letteratura ha dato particolare importanza alla successione del CEO (*Chief Executive Officer*), dove il CEO in carica è un membro familiare (molte volte identificato con il fondatore stesso), in quanto la scelta del successore può anche essere vista come un meccanismo per espropriare gli azionisti di minoranza (i quali, come è facilmente intuibile, preferirebbero la scelta di un CEO non familiare).

Una successione interna del CEO viene vista come meno "dirompente" per l'organizzazione rispetto ad una successione esterna, in quanto a questa sono spesso associati grossi cambiamenti nelle posizioni di management (Mace, 1971; Salancik & Pfeffer, 1980). Ad esempio, Gouldner (1954) afferma che è molto probabile che un nuovo leader esterno sostituisca un elevato numero di dirigenti in modo da ridurre la struttura di potere interna, anche visti i minori legami con la tradizione proprietaria. Inoltre, Puffer e Weintrop (1991) notano come in una buona parte dei casi un nuovo leader esterno decide di portarsi un gruppo privato di manager dalle precedenti organizzazioni in modo che possano aiutarlo ad implementare i cambiamenti. Di conseguenza i dirigenti presenti all'interno dell'impresa sono poco propensi alla nomina di un successore esterno in quanto può rappresentare una maggiore minaccia per la loro sicurezza del loro posto di lavoro.

Goergeon, Ansari e Mira³⁹, sulla base della teoria esistente, analizzano cinque determinanti che possono influenzare la scelta del futuro CEO (le possibili alternative sono: conferma del CEO attuale, nomina di un nuovo CEO familiare, nomina di un CEO esterno alla famiglia controllante), identificando sotto quali aspetti gli interessi degli azionisti di maggioranza possono prevalere su quelli di minoranza. La loro analisi si concentra su: potere familiare, generazione familiare, indipendenza dei directors, protezione offerta agli shareholders e performance passate dell'impresa. Il loro campione include imprese quotate in Francia, Germania e UK in quanto questi 3 Stati sono i rappresentanti dei 3 maggiori sistemi legali: Civil Law Francese, Civil Law Tedesca e Common Law (sistemi già descritti sinteticamente nel capitolo precedente).

Potere familiare: sul suo ruolo sono presenti due teorie, una di "competitive advantage" o "security benefits of control" (Grossman e Hart, 1980) e l'altra "private benefits of control" (Villalonga e Amit, 2010). La differenza sostanziale riguarda per quale gruppo di shareholders viene massimizzato il valore. Secondo la prima teoria, viene massimizzato per tutti gli azionisti, mentre nella seconda viene solo massimizzato per la famiglia in quanto

³⁹ Paper "The determinants of the CEO successor choice in family firms" di Ansari, Goergen e Mira, 2014. Journal of Corporate Finance.

espropria gli azionisti non famigliari. In poche parole, la famiglia è in grado di creare benefici per la sicurezza del controllo, ma i benefici privati estratti li superano. Quindi il potere familiare può influenzare la scelta del successore del CEO, in quanto maggiore è la forza della famiglia che si manifesta grazie ai meccanismi visti nel capitolo precedente (dual class shares, strutture piramidali, patti di voto) maggiore è la probabilità che il nuovo CEO sia nuovamente un membro della famiglia di controllo.

Generazione familiare: McConaughy e Phillips (1999) sostengono che i membri famigliari fondatori sono imprenditori con competenze tecniche e di business necessarie per la creazione del business, mentre gli eredi devono affrontare sfide diverse per il mantenimento ed il rafforzamento del business e che queste attività sarebbero svolte meglio da un membro non familiare. Mentre le prime generazioni hanno uno stile di management “paternalistico” (evidenziato da relazioni gerarchiche con i top manager e la sfiducia nei confronti degli outsiders), le generazioni successive hanno uno stile più “professionale” caratterizzato anche dall’inclusione di manager non famigliari (Dyer, 1988). Quindi quando avviene il momento della successione il fondatore spingerà per essere rinominato o comunque nominare un membro familiare come successore e di conseguenza in base alla teoria ci si potrebbe aspettare che se il CEO in carica è il fondatore o fa parte della generazione del fondatore è possibile che anche il nuovo CEO sia un membro familiare. In altre parole, le generazioni manageriali successive tendono ad avere un manager più professionali e quindi la probabilità di avere un manager familiare diminuisce con l’aumentare delle generazioni famigliari.

Indipendenza dei directors: gli autori del paper propongono dei requisiti da non soddisfare per essere classificato come indipendente, in modo da essere completamente *estraneo* alla famiglia di controllo. Il director è collegato per matrimonio (o sangue) alla famiglia di controllo; il director ha un mandato minimo di nove anni con l’impresa; il director è un impiegato o è un director di un’altra impresa controllata dalla famiglia; il director era stato nominato nel board dalla famiglia di controllo; Il director siede in altri board con altri director famigliari; il director è un ex-impiegato dell’impresa. DeMott (2008) sostiene che i directors indipendenti svolgono un ruolo importante nell’ambiente complesso delle imprese famigliari in quanto agendo con vigilanza proteggono gli asset dell’impresa contro l’espropriazione dei membri famigliari proprietari. Quindi la loro preferenza sarà verso un successore del CEO non familiare. Ricapitolando, secondo questo ragionamento, maggiore è la percentuale di directors indipendenti, maggiore è la probabilità che il nuovo CEO non sia correlato alla famiglia e che il CEO incumbent sia costretto ad andarsene.

Protezione degli azionisti: come già sottolineato nel capitolo precedente (pag 8.), La Porta et al. (1997) osservano che differenze nelle dimensioni e sviluppo dei mercati dei capitali possono essere in parte spiegate dalle differenze nella protezione offerta agli azionisti. La protezione è maggiore nei paesi di Common Law, minore con la Civil Law Francese e una via di mezzo nella Civil Law tedesca. Quindi, imprese localizzate in Paesi che offrono

maggior protezione agli investitori (oppure sono quotate⁴⁰ in questi Paesi che offrono maggior protezione) hanno maggior probabilità che il nuovo CEO non appartenga alla famiglia di controllo.

Performance passate: per quanto riguarda le performance passate dell'impresa sono presenti diverse interpretazioni storiche. L'idea generale e probabilmente più logica è che organizzazioni con scarse performance hanno maggior probabilità di nominare un successore esterno rispetto ad un membro interno, in quanto cattivi risultati rendono l'organizzazione più aperta ai cambiamenti (Boeker, 1989). A conferma di ciò, Dalton e Kesner hanno sostenuto che "le aziende con scarse performance potranno scegliere successori esterni per introdurre un cambiamento aziendale, mentre organizzazioni con performance migliori possono preferire membri interni in modo da adottare strategie di mantenimento/continuità".

Un'altra versione viene proposta da Boeker e Goodstein (1993)⁴¹, secondo cui anche in presenza di scarse performance il successore sarà scelto all'interno dell'impresa. Questo perché fattori come quelli socio-emozionali, la maggior presenza di membri insiders all'interno del Consiglio di Amministrazione o una forte concentrazione proprietaria interna possono "moderare" la relazione tra scarse performance e successore esterno.

Oltre a queste idee, se si considera il CEO-fondatore, alcuni autori (come Wasserman) sottolineano come i CEO-fondatori sono più propensi (o obbligati) a rinunciare al ruolo di CEO a seguito di periodi con performance operative insolitamente alte.

Le teorie proposte sono fondamentalmente tre. L'effetto ricchezza, quindi i CEO fondatori che hanno investito gran parte della loro ricchezza nell'azienda traggono grande beneficio dalle buone performance e quindi se vogliono ritirarsi quando sono ricchi, la scelta migliore è dopo buone performance.

La seconda teoria sostenuta da Morck et al. (1989) è quella della successione controllata ovvero dopo ottime performance, i fondatori-CEO hanno maggior probabilità e potere per scegliere i loro successori, disponendo di maggior controllo sul processo successorio.

Infine, Wasserman (2003) propone il "paradosso del successo imprenditoriale", dove il successo può essere dannoso per il CEO-fondatore che vuole mantenere la sua posizione. L'autore sostiene che una volta raggiunte milestone critiche (l'economista prende in esame delle internet start-up e propone il completamento dello sviluppo di un prodotto) aumentano le probabilità che il CEO-fondatore venga sostituito. Questo perché le esigenze dell'azienda cambiano drasticamente. All'inizio della storia aziendale il focus è principalmente su problemi tecnici coinvolti nello sviluppo dei prodotti e dei servizi (Greiner, 1972) e guidare l'organizzazione richiede una stretta gamma di conoscenze poiché i compiti che devono essere svolti sono predominanti in una o due aree.

⁴⁰ Fenomeno del cross listing, ovvero quando una società decide di quotarsi su una o più borse estere oltre alla sua borsa nazionale. Questo sistema offre un modo con cui le imprese straniere possono ottenere livelli superiori di protezione per investitori ed azionisti di minoranza.

⁴¹ Paper: "Performance e Successor Choice: The Moderating Effects of Governance and Ownership" di Boeker e Goodstein, 1983. The Academy of Management Journal.

Successivamente, una volta raggiunti i primi obiettivi (ad esempio la vendita del primo prodotto/servizio) le attività per continuare ad avere successo cambiano. Il lavoro del CEO-fondatore si amplia e diventa più complesso in quanto, ad esempio, dovrà incominciare a vendere il prodotto ai clienti e creare un gruppo per il marketing. Il cambiamento nelle contingenze affrontate dall'azienda spesso si traduce in una mancata corrispondenza tra le abilità del CEO-fondatore e le nuove necessità dell'organizzazione e per questo si spinge per un cambiamento.

Una possibile soluzione per i fondatori che vogliono mantenere lo stato di CEO potrebbe essere quella di focalizzarsi su segmenti di business dove le competenze richieste non cambiano in modo significativo una volta raggiunte le prime milestone (sempre facendo riferimento allo sviluppo di un prodotto, ad esempio posizionarsi dove i vantaggi si basano sulle relazioni con i partners sia prima che dopo lo sviluppo prodotto sia completato). Un'altra possibilità potrebbe essere quella di focalizzarsi fin dall'inizio sull'acquisizione di competenze che saranno necessarie successivamente al raggiungimento degli obiettivi cardine, anche se tali competenze non sono strettamente necessarie nelle fasi iniziali dell'azienda (Wasserman).

Nonostante questa digressione, l'idea generale e più logica è che migliori sono le performance pre-successione, maggiore sarà la probabilità che il nuovo CEO sia ancora un membro della famiglia di controllo.

Gli autori nel loro lavoro cercano appunto di comprendere quali tra queste cinque ipotesi presentate siano le più significative nella scelta del successore del CEO nelle imprese familiari, tenendo anche in considerazione le differenze tra i tre Paesi considerati. I risultati proposti non mostrano supporto alla prima ipotesi, quindi il potere familiare non impatta necessariamente sulla probabilità di nominare un nuovo membro familiare come successore (tuttavia, viene precisato che il risultato potrebbe essere una conseguenza di una soglia del controllo familiare troppo alta, nel loro caso del 25%; inoltre analizzando solo le imprese francesi viene trovata qualche evidenza positiva di questa relazione). Non trovano evidenza nemmeno per quanto riguarda la generazione familiare. Dall'altro lato viene fortemente supportata la terza ipotesi riguardante l'indipendenza dei directors, infatti directors non indipendenti tendono a preferire la nomina di un membro familiare come successore del CEO (oppure la conferma del CEO attuale). Viene anche confermata la quarta ipotesi, quindi imprese quotate in Paesi in grado di offrire una più elevata protezione agli investitori e azionisti di minoranza mostrano una più bassa probabilità di nominare anche in una futura occasione un CEO familiare (mentre mostrano che famiglie francesi e tedesche quotate nella loro borsa nazionale hanno maggiori probabilità di nominare un membro familiare)⁴². Infine, non è presente nemmeno supporto per la quinta ipotesi ovvero che le performance passate abbiano un'influenza sulla probabilità di nominare un CEO successore familiare.

⁴² Gli autori sottolineano come venga confermata la teoria di La Porta et al. (1997-1998), secondo la quale la legge francese offre la più debole protezione agli azionisti. Viene sottolineato come le imprese francesi quotate in UK o US abbiano tra il 28 e 44% in meno di probabilità di nominare un CEO familiare, rispetto alle altre imprese nazionali non quotate in quei Stati.

2.5 Un modello di successione

In questo paragrafo viene illustrato un interessante modello di successione proposto da Burkart, Panunzi e Shleifer (2003)⁴³, in un'impresa di proprietà e governata dal fondatore. La scelta fondamentale che deve affrontare il fondatore, fortemente influenzata dall'ambiente legale nel quale l'impresa opera, riguarda se assumere un manager professionale (il costo principale derivante dall'assunzione riguarda il fatto che il manager potrà facilmente espropriare gli investitori, avendo assunto il controllo dell'impresa), lasciare il management ad un suo erede (le sue capacità, come del resto sostiene una buona parte della letteratura, vengono assunte inferiori a quelle del manager esterno) e la quantità di azioni eventualmente da rendere disponibili sul mercato.

Sintetizzando, il fondatore può scegliere tra tre opzioni:

- vendere completamente le azioni dell'impresa sul mercato e di conseguenza si verifica una trasformazione in un'impresa ad azionariato diffuso gestita da un manager professionale;
- assumere un manager professionale ma restare come large shareholders e monitorarlo;
- mantenere l'impresa all'interno della famiglia, rimanendo come manager non ideale o passare il testimone ad un membro familiare (come già sottolineato viene assunto che non sia talentuoso come un manager professionista).

In ognuna delle situazioni proposte, il fondatore cerca di massimizzare il suo welfare dato dalla somma del blocco di controllo rimanente, i ricavi dalla vendita delle azioni agli investitori esterni e dall'Amenity potential⁴⁴ (quest'ultimo termine è presente solo se il controllo rimane all'interno dell'impresa familiare).

Nella figura sottostante viene illustrato il timing di questo processo di successione.

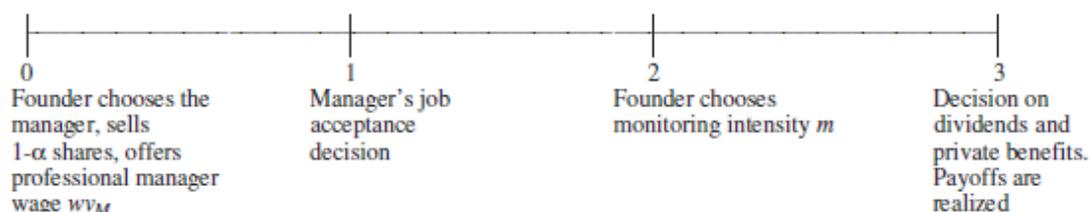


Figura 2. Timing del modello proposto; fonte paper: "Family Firms".

Come si può osservare, a **T0** il fondatore deve decidere se nominare un manager esterno a gestire l'impresa offrendo un determinato salario (wv_M), oppure mantenere il management all'interno della famiglia. Allo stesso tempo deve decidere se e quale frazione ($1-\alpha$) di azioni vendere agli investitori (la famiglia mantiene la rimanente frazione α).

A **T1**, in base al salario offerto dal fondatore, il manager deve decidere se accettare o meno l'offerta di gestire l'impresa. Nel caso di risposta positiva, a **T2** il fondatore sceglie l'intensità

⁴³ Paper: "Family Firms" di Burkart, Panunzi e Shleifer, 2003. The Journal of Finance.

⁴⁴ Paragrafo 1.5, benefici privati del controllo. Ehrhardt e Nowak (2001) sottolineano proprio come questi "amenity potential" siano una delle ragioni cruciali che spingono le famiglie a mantenere il controllo per un lungo periodo temporale.

m con cui monitorare le azioni del manager in modo da evitare che possa appropriarsi di una grossa quantità di benefici privati.

Infine, a **T3** in base all'identità del manager attuale l'impresa genera dei ricavi. Se il controllo rimane all'interno della famiglia, questi saranno **vF** con l'aggiunta che la famiglia accumula l'amenity potential **B**. Se invece l'impresa viene gestita da un manager professionale i ricavi totali saranno **vM**; in alternativa il manager dispone di un'opzione esterna (con **c** viene denotata l'utilità di questa opzione esterna).

Questi ricavi generati dall'impresa possono essere pagati a tutti gli shareholders proporzionalmente alla loro quota di proprietà, oppure deviati per generare benefici privati ϕ . L'espropriazione, tuttavia, è soggetta al monitoraggio del fondatore ed è parzialmente impedita dalla legge. L'espropriazione non contrattabile è modellata dalla scelta di $\Phi \in [0;1]$, in modo tale che i benefici sicuri (dividendi) sono $(1 - \Phi) v_i$, ed i benefici privati $\phi = \Phi v_i$ ($i=M, F$). La legge fissa una soglia dei ricavi che possono essere estrapolati in $\bar{\Phi} \in [0;1]$.

Inoltre, al costo di $k(m^2/2)$, attraverso il monitoraggio, si può ridurre l'estrazione dei benefici privati di mvM , dove $m \in [0;1]$ e $k > 0$. L'assunzione che viene fatta nel modello è che la protezione legale riduce il costo del monitoraggio, quindi la legge protegge i shareholders aumentando l'efficacia del monitoraggio.

Burkart, Panunzi e Shleifer cercano di comprendere in quali situazioni è meglio affidarsi ad un manager professionale (separazione tra ownership e management) e quando mantenere il controllo all'interno della famiglia.

A. Nessuna separazione tra ownership e management

A **T3** il fondatore decide come allocare i ricavi, tenendo in considerazione il limite imposto dalla legge a non estrarre più di $\bar{\Phi} v$ sottoforma di benefici privati ϕ (come è intuibile decide di estrarre il limite legale). Vista l'assenza del manager non si verificano le fasi 2 e 1, ma direttamente la fase 0 dove il fondatore decide quale frazione di azioni vendere agli investitori esterni.

Di conseguenza il welfare massimizzato dal fondatore è:

$$V^{NS} = \alpha \left(1 - \bar{\Phi} \right) vF + \bar{\Phi} vF + (1 - \alpha) \left(1 - \bar{\Phi} \right) vF + B$$

che semplificato per ogni valore di $\bar{\Phi}$ si riduce a $vF + B$ (ovvero i ricavi totali sotto la sua guida sommati all'amenity potential derivante dal gestire la compagnia), indipendentemente dall'ambiente legale in cui l'impresa opera.

B. Separazione tra ownership e management

In questo caso viene assunto il manager professionale e quindi il fondatore rinuncia all'amenity potential, ma limita l'estrazione dei benefici privati monitorando frequentemente le attività del nuovo proprietario. Anticipando questi alti livelli di monitoraggio, il manager professionale può rifiutare l'offerta di guidare l'impresa e di conseguenza i due attori devono trovare un punto d'incontro (spesso il fondatore decide di disperdere alcune delle sue azioni rimanenti ai piccoli azionisti, visto che l'intensità di

monitoraggio è determinata dalla dimensione della partecipazione azionaria). Come nel caso di non separazione tra proprietà e management, il modello viene risolto backward⁴⁵ considerando in questo caso anche le fasi 2 e 1. Al tempo **T1** il manager accetta di gestire l'impresa solo se viene soddisfatto il suo vincolo di partecipazione, ovvero se la somma del salario offerto e dei benefici privati è superiore alla sua utilità esterna ($(w + \bar{\Phi} - m) vM \geq c$).

Infine a **T0** il fondatore sceglie la struttura proprietaria ed il salario da offrire in modo da poter massimizzare il suo welfare:

$$V^S = [1 - w - \bar{\Phi} + m] Vm - k(m^2/2)$$

In questo caso in base al valore di $\bar{\Phi}$ si possono verificare tre differenti situazioni:

- a) Con $\bar{\Phi} \leq c/vM$, $\alpha^*=0$, $w^*=c/vM - \bar{\Phi}$, $m^*=0$, $V^S = vM - c$

Si è in presenza di una protezione legale forte e la proprietà è completamente dispersa. Al manager professionale viene offerto un salario pari alla differenza tra la sua utilità esterna e i benefici privati. Il welfare del fondatore è al suo più alto valore in presenza di separazione tra proprietà e management e non dipende dal regime legale.

- b) Con $c/vM < \bar{\Phi} \leq (c/vM + vM/k)$, $\alpha^* = k/vM (\bar{\Phi} - c/vM)$, $w^*=0$, $m^* = \bar{\Phi} - c/vM$,

$$V^S = vM - c - k/2 \left(\bar{\Phi} - \frac{c}{vM} \right)^2$$

In presenza di protezione legale moderata, i benefici privati sono superiori all'utilità esterna c del manager e di conseguenza il fondatore dovrà effettuare attività di monitoraggio (minore protezione legale richiede un maggior livello di monitoraggio). A causa di questi costi di monitoraggio, il welfare del fondatore sarà minore rispetto al suo più alto livello possibile.

- c) Con $\bar{\Phi} > c/vM + vM/k$, $\alpha^*=1$, $w^*=0$, $m^*=vM/k$, $V^S = vM \left(1 - \bar{\Phi} \right) + \frac{vm^2}{2k}$

In presenza di bassa protezione legale il fondatore mantiene tutte le azioni all'interno della famiglia ed il suo welfare risulta uguale al valore più alto possibile meno gli eventuali costi di monitoraggio e la rendita residua del manager professionale.

Quindi per capire se il fondatore decide di assumere un manager professionista o mantiene il controllo all'interno della famiglia, bisogna confrontare il welfare che ottiene nel caso di non separazione con quello in presenza di separazione tra proprietà e management (tenendo in considerazione le tre possibili situazioni sovrastanti).

Una prima conclusione alla quale si giunge è che se $vF + B \geq vM - c$, proprietà e management non saranno mai separate, mentre se $vM^2/2k \geq vF + B$ proprietà e management saranno sempre separate. Quindi se l'amenity potential è superiore ai risultati che si possono ottenere grazie alle capacità superiori del manager, indipendentemente dal sistema legale proprietà e management non saranno mai separate.

⁴⁵ Diversi passaggi omissi, nel caso di interesse fare riferimento al paper.

Dall'altro lato se la differenza tra le abilità del manager professionista e quelle dell'erede (o fondatore) sono molto elevata, mantenere il management all'interno della famiglia è la scelta errata. La famiglia può comunque mantenere una partecipazione azionaria dipendente dalla protezione offerta dalla legge, ma rinuncia al controllo dell'impresa.

In sintesi se il regime legale offre un'elevata protezione agli investitori, il fondatore può decidere di mantenere il controllo all'interno della famiglia solo se l'amenity potential è molto grande o se l'erede designato è relativamente competente. Viceversa, anche se la protezione offerta agli investitori è debole, è probabile che nel caso di erede con scarse capacità, il controllo dell'impresa venga trasferito ad un manager professionale.

Per concludere bisogna considerare il vincolo che la legge renda attrattivo assumere un manager professionista ($vM^2/2k < vF + B < vM - c$) e considerare la variabile $\bar{\Phi}^*$, ovvero l'unico valore di $\bar{\Phi}$ sotto il quale $V^S = V^{NS}$.

Completando le considerazioni precedenti con l'aggiunta di queste condizioni:

a) Se la protezione legale offerta agli shareholder è alta ($\bar{\Phi} \leq c/vM$), proprietà e management sono separati e la proprietà è completamente dispersa (situazione tipica nel mondo anglosassone dove il principale conflitto d'agenzia è tra il manager e gli azionisti di minoranza). Il fondatore rinuncia all'amenity potential⁴⁶, ma la legge limita l'estrazione dei benefici privati da parte del manager professionale alla sua utilità esterna (nessuna risorsa viene sprecata per il monitoraggio) e di conseguenza il fondatore può capitalizzare sulle capacità superiori del manager.

Quando la protezione per gli investitori diminuisce (scende sotto la soglia c/vM), il fondatore si trova ad affrontare un trade-off. Da un lato l'impresa è gestita da un manager qualificato, però in questa situazione deve sostenere costi di monitoraggio (e molto probabilmente rinunciare all'amenity potential). L'elemento chiave della decisione dipende dalla soglia $\bar{\Phi}^*$. Sotto tale soglia i costi della separazione tra ownership e management sono inferiori al possibile guadagno di efficienza ($vM - c - vF$) e di conseguenza la famiglia continua a mantenere una quota di proprietà. Invece se $\bar{\Phi} > \bar{\Phi}^*$ la perdita di efficienza associata al mantenimento del controllo all'interno della famiglia è inferiore ai costi d'agenzia associati alla separazione tra proprietà e management. Riassumendo:

b) Se la protezione legale è moderata ($\bar{\Phi} \in [c/vM, \bar{\Phi}^*]$), proprietà e management sono separati, ma il fondatore (o un suo erede) mantiene un blocco di controllo all'interno dell'impresa (ovvero rimangono come large shareholders) per monitorare la discrezionalità manageriale. In questa situazione si possono originare conflitti tra il manager e i large shareholders, ma anche tra queste due categorie e gli azionisti di minoranza.

⁴⁶ Nel caso di amenity potential esageratamente alta anche in presenza di forte protezione legale offerta agli investitori, come osservato in precedenza, la famiglia decide di mantenere il controllo al suo interno.

c) Se la protezione legale è debole ($\overline{\Phi} > \overline{\Phi}^*$), non è presente separazione tra proprietà e management in quanto i problemi d'agenzia derivanti dalla separazione sono troppo severi. La famiglia fondatrice resta a governare l'impresa.

Per concludere Burkart, Panunzi e Shleifer tendono a sottolineare come la separazione tra proprietà e management può essere un indicatore di un ambiente economico superiore, mentre la prevalenza di imprese familiari (quindi mancata separazione) può essere evidenza di un forte sottosviluppo finanziario.

2.6 Effetto sulle performance dopo la successione

Un interessante studio riguardante l'impatto della successione del CEO-fondatore sulle performance è stato svolto da Marco Cucculelli e Giacinto Minucci⁴⁷ per dimostrare che non è presente una superiorità intrinseca nella struttura delle imprese familiari, ma in accordo con Miller et al. (2007) la superiorità è presente solo nel sotto campione di imprese guidate dal fondatore. I due autori hanno considerato un insieme di compagnie dell'industria manifatturiera localizzate in quattro regioni italiane (Veneto, Emilia-Romagna, Marche e Abruzzo) con alcune caratteristiche comuni nella loro organizzazione, come la presenza del "Made in Italy". Hanno confrontato le performance prima e dopo la successione considerando un intervallo temporale di tre anni (viene tenuto conto dell'effetto di "mean reversion", in modo da considerare l'endogeneità nel timing della successione attribuibile al desiderio del fondatore di abbandonare a seguito di ottime performance). Nell'analisi sono state prese in esame sia successioni interne (quindi con la nomina di un membro familiare), sia esterne (gestione affidata ad un CEO esterno non legato alla famiglia).

Gli indicatori presi in esame (ROA e ROS) mostrano entrambi un declino a seguito della successione (anche in imprese che precedentemente avevano performance superiori alla media), specialmente in settori dove l'intensità per la competizione è alta confermando l'impatto negativo della perdita del fondatore⁴⁸. Per quanto riguarda la differenza tra successione interna ed esterna, questa diminuzione di performance post-successione è maggiore per le imprese gestite dagli eredi (confermando le difficoltà incontrate dal fondatore nella scelta di un successore idoneo all'interno del gruppo di membri familiari) rispetto a quelle gestite da manager esterni, in quanto è presente una maggior tendenza per quest'ultimi a riorganizzare le imprese a seguito di scarse performance dopo la successione (mentre non viene effettuata dagli eredi familiari).

⁴⁷ Paper: "Family succession and firm performance: evidence from Italian family firms" di Cucculelli e Micucci, 2008. Journal of Corporate Finance.

⁴⁸ In presenza di alta competizione, i successori familiari potrebbero necessitare di tempi più lunghi o di maggior talento rispetto ad altri settori con minore competizione in modo da sviluppare le abilità richieste per gestire l'impresa con successo. Di conseguenza per un dato livello di distribuzione del talento, le imprese in un settore competitivo mostrano una diminuzione della profittabilità maggiore a seguito della successione rispetto ad imprese che operano in settori meno competitivi.

3. Contesto italiano

Visto che lo scopo di questo elaborato è investigare il ruolo del fondatore in un campione di imprese italiane quotate, in questo capitolo vengono trattati gli aspetti fondamentali e le modifiche riguardanti il governo societario ed il mercato azionario italiano che si sono susseguiti nel corso del tempo. Un piccolo focus è riservato alle imprese familiari in quanto, oltre ad essere l'oggetto del presente lavoro di analisi, sono assieme alle società individuali la tipologia di organizzazione societaria prevalente nel contesto italiano.

3.1 Caratteristiche distintive

L'Italia nel corso nella storia è stata identificata come un Paese con “weak managers, strong blockholders and unprotected minority shareholders” (Melis, 2000). Le caratteristiche distintive che hanno caratterizzato (ed in parte continuano a caratterizzare) il panorama italiano sono proprio una scarsa protezione legale offerta agli investitori/azionisti di minoranza e una bassa applicazione delle leggi (La Porta et al. 1998), mercati azionari sottosviluppati (sia in termini di capitalizzazione di mercato che nel numero di imprese quotate, La Porta et al., 1997), una concentrazione proprietaria molto elevata, una diffusa presenza di meccanismi di separazione tra proprietà e controllo, prevalentemente azioni senza diritto di voto (dual class of shares) e gruppi piramidali (Barca 1994) ed una quota di partecipazioni azionarie detenute da investitori istituzionali relativamente bassa. Queste caratteristiche comportano uno scarso sviluppo del market for corporate control dal quale segue una scarsa contendibilità del controllo⁴⁹ rendendo i benefici privati del controllo molto elevati (Zingales 1994), l'espropriazione degli azionisti di minoranza un fenomeno molto comune (Bragantini 1996) e di conseguenza un mercato azionario con poche possibilità di crescita e poco attrattivo per nuovi investitori.

Una buona parte dei cambiamenti più rilevanti riguardanti il governo societario e le norme relative al mercato azionario sono stati introdotti solo dopo il 1990 con lo scopo principalmente di tutelare maggiormente gli investitori e quindi aumentarne la loro disponibilità ad investire in modo da poter rilanciare l'intero sistema.

Tuttavia, per comprendere alcune di queste dinamiche fondamentali, potrebbe essere utile fare un passo indietro considerando il contesto italiano dall'inizio del 1900⁵⁰.

3.2 Richiami storici

All'inizio del XX secolo il capitalismo italiano era caratterizzato da una presenza limitata ed indiretta del governo all'interno del mercato azionario e dell'economia. Tuttavia, la Grande Depressione ha segnato una svolta storica in quanto il governo è dovuto intervenire attivamente visto che la crisi aveva portato al collasso delle tre principali banche d'investimento italiane (Banca Commerciale, Credito italiano e Banco di Roma). Da quel

⁴⁹ Affinché il valore dell'impresa sia massimo è necessaria un'allocazione efficiente dei diritti residuali oppure la contendibilità del controllo societario. Tuttavia, questo difficilmente si verifica all'interno del contesto italiano, caratterizzato da un'elevata presenza “dell'effetto arroccamento” (entrenchment effect).

⁵⁰ La maggior parte delle informazioni sono raccolte dal paper “The History of Corporate Ownership in Italy” di Aganin e Volpin.

momento, lo Stato ha mantenuto un ruolo diretto all'interno dell'economia salvando diverse altre aziende in difficoltà. Ad esempio, nel 1933 venne creato l'IRI (Istituto per la Ricostruzione Industriale) al fine di gestire e controllare le imprese precedentemente controllate dalle 3 banche⁵¹. Con l'avvento della Repubblica, il ruolo dello Stato nell'economia continuò ad aumentare non limitandosi più solamente al salvataggio di imprese in difficoltà, ma acquisendo anche società sane per investire in diversi settori economici. Nel 1952 venne creata l'ENI (Ente nazionale idrocarburi) per coordinare le compagnie statali operanti nel settore chimico, petrolifero e minerario.

Una delle conseguenze maggiori di questo attivismo governativo è che i legislatori non consideravano il miglioramento della protezione per gli investitori un fattore importante all'interno del contesto italiano (a differenza ad esempio degli US dove il governo, pur affrontando sfide simili a quelle dell'Italia, decise di intervenire come regolatore del mercato dei capitali piuttosto che come sostituto). Come risultato di questa bassa protezione per gli investitori e mercati azionari poco sviluppati (le sue attività avevano raggiunto un livello addirittura inferiore a quelle di inizio Novecento), poche imprese optavano per la quotazione. In questo contesto erano presenti principalmente grossi gruppi piramidali famigliari concentrati⁵² in grado di emergere principalmente grazie ai forti legami politici (ad esempio durante il regime fascista, l'autarchia li proteggeva dalle importazioni straniere), e conglomerati controllati dallo Stato.

In ogni caso durante il XX secolo sono state introdotte alcune leggi per provar a migliorare la protezione degli investitori di minoranza, come la Bank Law (1936, impediva un'attività bancaria universale e la detenzione per le banche di partecipazioni azionarie in società non finanziarie), Civil e Commercial Code (1942) e la Bankruptcy Law (1942, permetteva ai creditori di poter usufruire di una nuova forma di organizzazione come alternativa alla liquidazione diretta). Inoltre, alle società venne richiesto di fornire almeno una quantità minima di informazioni sulle loro performance durante le relazioni annuali per gli shareholders. Purtroppo, queste leggi si sono rivelate inadeguate ed obsolete alle necessità di un Paese in competizione sui mercati internazionali. In teoria il mercato azionario era libero di stabilire le proprie regole, ma non disponeva di potere esecutivo quindi poteva essere identificato come non regolamentato.

Una prima svolta nel mercato azionario è avvenuta nel 1974 con la creazione della Consob⁵³, agenzia modellata sulla Securities Exchange Commission americana con il

⁵¹ Per sottolineare il grande lavoro statale, dal 1993 al 2000 l'IRI acquistò 42 compagnie commerciali, operò 26 scissioni sussidiarie, delistò 40 imprese e mise in vendita 28 compagnie. Nel caso del salvataggio delle 3 banche prese come esempio, queste trasferirono all'Istituto una parte delle loro partecipazioni in cambio di liquidità. A sua volta la risorse finanziarie vennero concesse all'IRI dalla Banca Centrale.

⁵² Vista la scarsa protezione offerta agli azionisti di minoranza, questi chiederanno un alto rendimento previsto dal loro investimento. Visto il maggior costo della finanza esterna, la proprietà tende a rimanere maggiormente concentrata.

⁵³ La Consob (Commissione nazionale per le società e la Borsa) è un'autorità amministrativa indipendente, dotata di personalità giuridica e piena autonomia le cui attività sono rivolte alla tutela degli investitori, all'efficienza ed allo sviluppo del mercato mobiliare italiano. I compiti principali sono di controllare le informazioni fornite al mercato e le informazioni contenute nei documenti contabili dalle società quotate e da chi promuove offerte al pubblico di strumenti finanziari.

compito di supervisionare il mercato e stilare una serie di requisiti informativi da rispettare da parte delle imprese quotate. In seguito, sono stati imposti controlli sui bilanci contabili e nuove regole più sofisticate per la dichiarazione di società finanziarie, banche e compagnie assicurative. Ad ogni modo, come già accennato nell'introduzione, il periodo di legislazione più intensa incomincia dal 1990 a causa anche di una maggiore pressione della Comunità Europea; gli aspetti più importanti saranno analizzati nel proseguo dell'elaborato (in primis la Legge Draghi).

Ritornando brevemente al ruolo delle imprese statali, queste hanno contribuito in modo significativo alla crescita del Paese tra gli anni '50 e '60 (Barca e Trento 1997). Tuttavia, con il passare del tempo sono diventate un vincolo, un limite alla crescita economica a causa ad esempio di deboli incentivi manageriali o tecnologie di produzione inefficienti ed una pessima allocazione delle risorse. Per finanziare questo ruolo fortemente attivo nell'economia (e nel corso del tempo queste perdite) il governo ha dovuto aumentare il debito pubblico e la tassazione. Come facilmente comprensibile, il debito pubblico è cresciuto senza freni e nel tentativo di ridurlo sotto la pressione dell'Unione Europea, il governo si è impegnato in un ampio programma di privatizzazioni (Goldstein 2003).

3.2.1 Storia del mercato azionario

L'origine del mercato azionario italiano viene ricondotta al 15 gennaio 1808 quando il governo Napoleonico creò la Borsa di Milano (Milan Stock Exchange, MSE) come mercato per titoli pubblici e commodities⁵⁴. Una delle caratteristiche principali che lo differenzia dagli altri mercati azionari europei (come quello di Londra e Amsterdam) è che non è stato creato da operatori finanziari, ma appunto dal governo (Curioni, 1995; De Luca, 2002). Una data abbastanza simbolica è il 1859 quando furono quotate le prime azioni di un'impresa ferroviaria, la *Società delle Strade Ferrate Lombardo Veneto* (le società ferroviarie insieme alle banche furono le società più quotate durante il XIX secolo). Da quel momento iniziò una lenta crescita (in figura 3 si può osservare come è cambiato il numero di società quotate nel corso del tempo). Nel 1873, ad esempio, sul MSE erano presenti le azioni di 25 società e a seguito del forte processo di industrializzazione (tra il 1895 e 1907) e dell'intensa attività di banche universali (Banca Commerciale e Credito Italiano) alla fine del 1907 si raggiunse il numero di 171 imprese quotate⁵⁵. Tuttavia, il "boom azionario" è durato pochi anni a causa di una crisi di liquidità internazionale e dell'aumento dei tassi di interesse a breve termine che comportarono la diminuzione dei prezzi reali azionari di circa il 76% (in parte precedentemente gonfiati da parte delle banche). Di conseguenza si verificò un'uscita di valute e risorse dal mercato azionario comportando un primo intervento normativo del governo, limitando la facoltà delle banche a scambiare azioni di società quotate in borsa. Questa crisi, che ha colpito principalmente i piccoli investitori, è durata fino al 1914.

⁵⁴ In realtà prima della Borsa di Milano erano già state istituite quella di Venezia (1630), quella di Trieste (1755) e quella di Roma (1802 a seguito di un decreto nello Stato Pontificio).

⁵⁵ Ad esempio, Bonelli (1971) ha sostenuto che nel 1907 circa il 72% di tutte le azioni delle imprese a responsabilità limitata erano negoziate su mercati azionari.

Successivamente, nel 1918 MSE diventa la principale borsa azionaria italiana, anche se come già illustrato in precedenza, a causa della bassa protezione offerta agli investitori di minoranza, con la fondazione dell'IRI e la nazionalizzazione delle banche universali il mercato azionario assunse un ruolo secondario nel processo di allocazione del capitale per finanziare gli investimenti.

Un'altra fase di difficoltà si verificò con la crisi economica del 1929 e con la caduta di Wall Street nel 1930 in quanto la maggior parte delle imprese coinvolte erano quotate. Gli utili ed investimenti di queste imprese diminuirono notevolmente, mentre il debito continuava ad aumentare. Anche in questa situazione fu necessario l'intervento dello Stato, come già osservato nel paragrafo precedente con l'istituzione dell'IRI. Anche durante la Seconda Guerra Mondiale fu un periodo abbastanza critico per il mercato azionario a causa di una forte recessione che comportò una diminuzione del rendimento reale delle azioni di circa l'80%.

Il periodo seguente al conflitto mondiale fu identificato come uno dei periodi maggiormente favorevoli per l'investimento azionario. Questo grazie ad un aumento nella produttività dei fattori, l'utilizzo di tecnologie produttive più avanzate ed un utilizzo ad un livello ottimale dello stock di capitale disponibile. In questo periodo circa il 54% degli aumenti di capitale delle società italiane sono transitati dal mercato borsistico. Nonostante questi aspetti positivi, il numero di società presenti sul mercato azionario rimase praticamente invariato.

Negli anni seguenti si verificò un altro aspetto negativo per il mercato borsistico, ovvero la nazionalizzazione dell'industria elettrica che comportò l'uscita dal mercato azionario di diverse imprese quotate. Gli azionisti di quelle società furono fortemente penalizzati in quanto si ritrovarono a detenere azioni di società non quotate e svuotate dei loro maggiori assets. Questo avvenimento mise in luce uno dei più grandi problemi di funzionamento della borsa, ovvero la necessità di un sistema di regole in grado di tutelare gli azionisti di minoranza nel caso di operazioni tra imprese appartenenti allo stesso gruppo o gruppi "amici".

Una sostanziale crescita del mercato azionario si è verificata successivamente al 1983 con la nascita dei fondi comuni di investimento, i quali tra il 1983 e 1986 hanno raccolto ed investito circa 6 miliardi di dollari nel mercato azionario (De Luca, 2002) consentendo la quotazione di diverse imprese. Nel periodo compreso tra il 1983 e 1989 si è verificato un aumento di circa il 50% del numero di società quotate, anche se diversi economisti (come Pagano, Panetta e Zingales) tendono a sottolineare come la maggior parte di queste imprese erano sussidiarie di imprese quotate al fine di approfittare del nuovo boom del mercato azionario.

Tuttavia, l'ondata maggiore di sviluppo del mercato azionario è avvenuta a seguito del programma di privatizzazioni che ha portato ad un sostanziale aumento della capitalizzazione di mercato in confronto al prodotto nazionale lordo (nel 1995 era il 20%, mentre già nel 2000 ha raggiunto il 70%) principalmente grazie alla quotazione di grandi società sotto il controllo del governo, come l'ENI, l'INA, l'IMI ed ENEL.

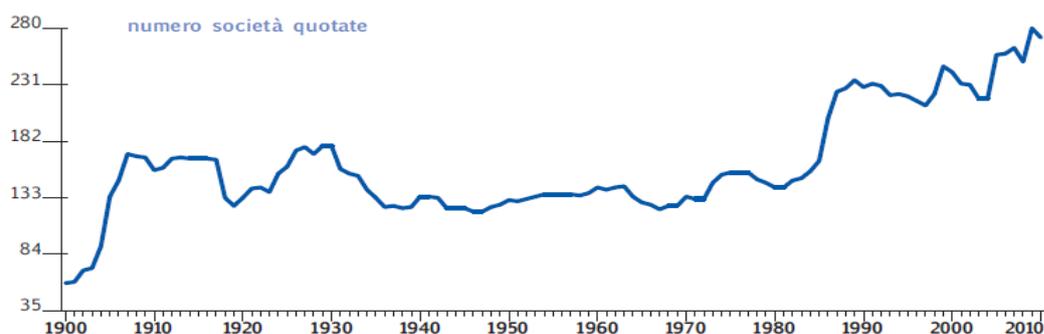


Figura 3: andamento numero società quotate in Italia. Fonte: “Dall’Unità ai giorni nostri: 150 anni di Borsa in Italia” su analisi De Luca (2002) e Siciliano (2001).

3.3 Le Riforme a partire dagli anni Novanta

Gli anni a partire dal 1990 sono considerati fondamentali nel quadro normativo italiano in quanto vengono identificati come un periodo di forte legislazione in buona parte a causa della pressione della Comunità Europea il cui scopo era quello di equilibrare le regole del mercato azionario in Europa. Sono state introdotte nuove leggi di regolamentazione al fine principalmente di migliorare la protezione offerta agli azionisti di minoranza (ed aumentare il loro potere, in quanto non disponevano di potere nella gestione delle società), garantire un maggior grado di contendibilità del controllo, aumentare la trasparenza sulla struttura proprietaria delle società e di conseguenza aumentare la stabilità del mercato azionario (sviluppo del mercato finanziario strettamente collegato alla protezione offerta agli investitori, La Porta et al.,1997).

L’Italia agli inizi degli anni Novanta era, tra i paesi più industrializzati, quella che offriva la minor protezione legali agli investitori (La Porta et al., 1998) infatti i diritti anti-director (indice della protezione degli azionisti⁵⁶) erano pari ad uno su sei. Quindi il rischio di espropriazione da parte degli azionisti di controllo era molto elevato.

Le principali riforme innovatrici che hanno portato cambiamenti significativi all’interno del mercato finanziario italiano e che vengono esaminate in questo elaborato sono: il processo di privatizzazione (1992), la Legge Draghi (Testo Unico della Finanza 1998), Il Codice di Autodisciplina sulla Corporate Governance delle società quotate (1999) e la legge sulla tutela del risparmio (2005).

3.3.1 Le privatizzazioni

Come osservato in precedenza l’aumento vertiginoso del debito pubblico (livelli oltre il 120% del PIL) e risultati economici negativi di una buona parte delle aziende a partecipazione statale avevano praticamente obbligato lo Stato a partire dal 1992 ad impegnarsi in un lungo processo di privatizzazione di imprese di proprietà pubblica al fine

⁵⁶ Questo indice è formato aggiungendo uno se: il Paese consente il voto per corrispondenza, non esiste l’obbligo di deposito delle azioni prima dell’assemblea degli azionisti, è ammesso il voto di lista (quindi esistenza di rappresentanti degli azionisti di minoranza), esistenza diritto di recesso per azionisti di minoranza, richiesto il 10% o meno del capitale azionario per convocare un’assemblea straordinaria degli azionisti e esistenza del diritto di opzione di acquisto delle nuove azioni per evitare la diluizione della partecipazione azionaria. Secondo La Porta l’Italia agli inizi del Novecento garantiva solo il diritto di opzione di acquisto delle nuove azioni.

di rispettare le decisioni dell'Unione Europea. Le cessioni hanno riguardato principalmente imprese di ex-enti di gestione (come IRI, ENI, EFIM), aziende di proprietà del Ministero del Tesoro (Telecom e Seat) o istituiti bancari (come San Paolo e Monte dei Paschi di Siena). In poche parole, i principali obiettivi (presentati nel "Libro verde sulle partecipazioni dello Stato") di questo processo di privatizzazione furono: la riduzione del debito pubblico, la nascita di una forte politica industriale composta da un gruppo ristretto di gruppi aziendali in grado di competere internazionalmente, l'aumento dell'efficienza e la redditività delle imprese soggette a questo processo di privatizzazione e facilitare l'evoluzione della proprietà ad azionariato diffuso garantendo comunque il controllo a gruppi stabili di azionisti.

In base ad un'analisi effettuata dalla *Commissione Bilancio della Camera dei deputati*⁵⁷ negli anni tra il 1992 ed il 2000 gli smobilizzi delle imprese pubbliche hanno portato circa 198 miliardi di introiti. Nel dettaglio 122 miliardi grazie ad operazioni realizzate dal Tesoro, 56 miliardi da parte dell'IRI ed i restanti 20 miliardi grazie alle operazioni effettuate da altri enti (ad esempio ENI, EFIM). Dei 198 miliardi, 90 miliardi sono derivati da privatizzazioni principalmente di imprese industriali mentre i restanti 108 miliardi da semplici smobilizzi⁵⁸. Per quanto riguarda gli acquirenti di queste industrie privatizzate sono stati sia imprenditori italiani che stranieri. Per quanto riguarda i primi si possono distinguere principalmente in tre categorie: imprenditori che operano nello stesso settore dell'azienda privatizzata, quindi con lo scopo di espandersi all'interno di quel settore (ad esempio nel settore siderurgico i gruppi Riva, Lucchini e Rocca hanno potuto incrementare notevolmente le loro dimensioni); imprenditori con attività presenti in altri settori con lo scopo di diversificarsi (il gruppo Benetton a tal proposito ha acquisito Autostrade ed attività della distribuzione e ristorazione); investitori istituzionali il cui obiettivo era quello di realizzare una futura plusvalenza dalla cessione delle imprese acquistate (come esempio si può considerare la SEAT o il settore alberghiero dell'ENI). In alcuni casi le imprese privatizzate hanno continuato a mantenere una loro indipendenza (frequente quando l'obiettivo è la diversificazione), mentre altre sono state direttamente incorporate dall'acquirente (riscontrabile nel primo caso esposto). Dall'altro lato, gli acquirenti esteri erano imprenditori già presenti nel settore specifico dell'impresa acquistata con il desiderio di incrementare la loro dimensione internazionale.

Come già sottolineato nel paragrafo precedente (3.2.1) il mercato borsistico ha beneficiato da questo processo di privatizzazioni in quanto si è verificato un aumento del numero di gruppi quotati che ha portato ad una grossa crescita della capitalizzazione di mercato rispetto al PIL.

In conclusione, si può ritenere che il processo di privatizzazioni abbia portato una buona quantità di entrate in quanto è avvenuto con trasparenza e senza sprechi, in sostanza ben

⁵⁷ Fonte: "Le Privatizzazioni in Italia dal 1992", studio predisposto ai fine dell'indagine conoscitiva sulla competitività del sistema-paese di fronte alle sfide della moneta unica e della globalizzazione dell'economia condotta dalla Commissione Bilancio della Camera dei Deputati.

⁵⁸ Con il termine "smobilizzi" viene indicata la vendita di quote di partecipazione in società, di rami aziendali e di cespiti.

gestito sul piano tecnico. Tuttavia, alcune resistenze culturali e politiche hanno impedito di raggiungere anche una maggiore efficienza tecnologica ed economica, infatti una buona parte dei servizi sono rimasti sotto un controllo politico e sindacale che ha limitato le possibilità di ulteriore sviluppo (Micossi, 2008).

3.3.2 Legge Draghi- Testo unico della Finanza (TUF)

Il testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (abbreviato TUF) o legge Draghi è stato emanato con il decreto legislativo n. 58 del 24 febbraio 1998 ed è entrato in vigore il primo luglio del medesimo anno. Per quanto riguarda l'ordinamento italiano⁵⁹ rappresenta la principale fonte normativa del diritto dei mercati finanziari e nel corso dei suoi primi venti anni di vita è stato modificato circa 70 volte al fine di essere sempre in linea con le normative europee.

Ha contribuito all'espansione della Borsa di Milano, grazie alla semplificazione ed al miglioramento apportato a molte leggi che regolavano il mercato borsistico e degli investimenti. Molto più in generale, si può dire che il TUF abbia portato ordine alla legislazione, chiarendo molti aspetti precedentemente poco chiari e confusi con una disciplina orientata all'efficienza ed alla trasparenza. Prima di questa legge, il mercato finanziario italiano si basava quasi esclusivamente sui titoli di Stato in quanto non esisteva ancora un mercato obbligazionario come quello conosciuto al giorno d'oggi; inoltre Piazza Affari era dominata dal capitalismo familiare e da patti di sindacato. In parte anche grazie alla chiarezza e sicurezza presente nel TUF, diversi investitori internazionali si sono affacciati alla Borsa di Milano (al giorno d'oggi circa il 90% del flottante è in mani estere⁶⁰) e la stessa borsa è in seguito passata in possesso di quella di Londra.

Sintetizzando gli obiettivi principali derivanti dall'introduzione del TUF sono stati: il potenziamento delle governance societarie specificando più chiaramente obblighi e compiti degli organi societari; la creazione di una legislazione semplice con lo scopo di specificare solo i principi generali e lasciare i particolari maggiormente tecnici ai codici di autoregolamentazione presenti all'interno dei mercati finanziari; la definizione e uno sviluppo di una direttiva italiana in linea con quella del resto dell'Unione Europea.

Nel proseguo del paragrafo vengono analizzati quali tra questi elementi innovatrici sono stati maggiormente utili all'interno delle imprese familiari, quindi quelli in grado di aumentare il grado di protezione legale per gli investitori/azionisti di minoranza e quelli in grado di garantire maggiore trasparenza delle informazioni societarie.

Per quanto riguarda l'assicurare una maggiore protezione legale agli investitori/azionisti di minoranza, nell'area dedicata alle società quotate è stata introdotta una sezione specifica

⁵⁹ Definizione presente su Enciclopedia Treccani. Fu predisposto su impulso di una legge (l.52/1996) che delegava al governo l'emanazione di un Testo Unico al fine di coordinare le varie legge che regolavano specifiche aree del diritto dei mercati finanziari all'inizio degli anni 1990. L'opera fu guidata una commissione di esperti presieduta da Mario Draghi e per tale motivo viene anche identificata come "Legge Draghi".

⁶⁰ Il Sole 24 Ore: "I 20 anni della legge Draghi: così la Borsa è cambiata".

<https://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2018-02-27/tuf-cosi-borsa-e-cambiata-163938.shtml?uuid=AEBep26D>

denominata “tutela delle minoranze” al fine proprio di salvaguardare questa categoria di azionisti (articoli 125-135 TUF). Le modifiche hanno riguardato:

- L’abbassamento di alcune soglie di capitale necessarie per l’esercizio di alcuni diritti, come: dal 20% al 10% del capitale sociale per la convocazione dell’assemblea (art. 125); dal 5% al 2% del capitale sociale per la denuncia al collegio sindacale di fatti censurabili (art. 128); dal 10% al 5% del capitale sociale per la denuncia al Tribunale di gravi irregolarità (art. 128);
- La possibilità di avviare azioni di responsabilità da parte degli azionisti contro amministratori, sindaci e direttori generali se possiedono almeno il 5% del capitale e se sono iscritti da almeno 6 mesi nel libro dei soci (in precedenza l’azione poteva essere promossa solo in seguito alla deliberazione dell’assemblea ordinaria, art. 129);
- Presenza del diritto di recesso (rimborso al prezzo medio negli ultimi 6 mesi) a favore degli azionisti dissenzienti in presenza di scissione (se comporta l’assegnazione di azioni non quotate), M&A con società le cui azioni non sono quotate, fusioni transfrontaliera, modifiche radicali dell’oggetto sociale e cambio della struttura del diritto di voto (art. 131);
- Semplificazioni presenti nell’atto costitutivo delle procedure per la sollecitazione e raccolta di deleghe di voto (art. 126);
- L’introduzione del diritto di voto per corrispondenza (art. 127).

Grazie a queste modifiche l’indice di protezione degli azionisti proposto da La Porta e presentato precedentemente (diritti anti-director) è aumentato dal valore di 1 a 5.

Un altro aspetto introdotto dal TUF è la disciplina di svolgimento dell’OPA⁶¹ al fine di garantire, anche in questo caso, una maggiore protezione agli azionisti di minoranza (consentendo a quelli non soddisfatti del cambio del controllo la possibilità di vendere le proprie azioni e quindi rendere maggiormente costosa la scalata) e permettere una maggiore contendibilità del controllo. L’OPA si può dividere in volontaria o obbligatoria. La prima proviene esclusivamente dall’offerente consentendogli di aumentare la propria partecipazione. Quella obbligatoria si suddivide a sua volta in OPA successiva totalitaria (disciplinata dall’articolo 106) ed OPA residuale (articolo 108). Nel caso di quella successiva totalitaria chi arriva a detenere una quota superiore al 30% del capitale viene obbligato dal legislatore ad acquistare la totalità delle azioni ordinarie ancora in circolazione. L’offerta deve essere promossa entro 30 giorni dalla condizione sopra indicata ed il prezzo non deve essere inferiore alla media aritmetica tra il prezzo ponderato di mercato degli ultimi dodici mesi e quello più elevato pattuito nello stesso periodo dall’offerente per acquisti di azioni della stessa categoria. Questa condizione permette agli azionisti di minoranza di allontanarsi dalla società in seguito al cambio dell’azionista di controllo. Per quanto riguarda l’OPA residuale chi arriva a detenere una partecipazione superiore al 90% deve

⁶¹ Con OPA si intende un’Offerta Pubblica di Acquisto ovvero ogni offerta, invito ad offrire finalizzata all’acquisto in denaro di prodotti finanziari. Il soggetto che intende lanciare un’OPA deve preventivamente comunicarlo alla Consob allegando documenti contenenti le informazioni necessarie in modo da consentire al pubblico di formarsi un’idea sull’OPA stessa.

lanciare un'offerta pubblica di acquisto sulla totalità delle azioni ancora in circolazione con diritto di voto ad un prezzo stabilito dalla Consob, se non ripristina entro 120 giorni il flottante sufficiente a garantire un regolare andamento delle negoziazioni. Anche in questa situazione viene consentita l'uscita degli azionisti di minoranza ad un prezzo equo quando il controllo è nelle mani di gruppo non gradito. Inoltre, permette al nuovo gruppo controllante di non dover affrontare eventuali comportamenti ostruzionistici da parte delle minoranze.

Il TUF è anche intervenuto per garantire al mercato una maggiore trasparenza degli assetti proprietari attribuendo poteri alla Consob affinché controlli che certi requisiti comunicativi vengano rispettati. Tramite l'articolo 120 TUF è posto l'obbligo di comunicazione alla Consob di chi (qualsiasi soggetto, ente o società) possieda una quota superiore al due per cento del capitale azionario in modo da rendere chiare le partecipazioni dei maggiori azionisti (in questa soglia del due per cento vengono considerate le azioni con diritto di voto ma non quelle di risparmio). Altri due articoli introdotti grazie al TUF di discreta importanza per la trasparenza societaria sono il 121 sulle partecipazioni reciproche ed il 122 sui patti parasociali. Con il primo vengono posti dei limiti oltre il quale bisogna segnalare le informazioni sulla partecipazione alla Consob. Nel caso di due società quotate il limite è il due per cento del capitale con diritto di voto, mentre se è presente solo una società quotata questa può avere una partecipazione fino al dieci per cento in quella non quotata (quest'ultima è sempre soggetta alla soglia del due per cento). Nel caso di accordo preventivo autorizzato dalle assemblee ordinarie delle società interessate, il limite di partecipazione incrociata può raggiungere il cinque per cento per entrambe le società. L'articolo 122 a proposito dei patti parasociali sottolinea che affinché siano validi devono essere entro cinque giorni dalla data di stipulazione: comunicati alla Consob, pubblicati per estratto sulla stampa quotidiana, depositati presso il registro delle imprese del luogo dove la società ha la sua sede legale e comunicati alle società con azioni quotate.

Per quanto riguarda la trasparenza aziendale interna invece si può far riferimento all'articolo 150 TUF secondo il quale gli amministratori devono comunicare tempestivamente al Collegio Sindacale le attività svolte e le operazioni di maggior rilievo economico, finanziario e patrimoniale eseguite dalla società o dalle società controllate. Queste comunicazioni relative alle operazioni nelle quali è presente un loro interesse devono essere comunicate secondo le modalità stabilite dallo statuto e con periodicità almeno trimestrale.

3.3.3 Codice di Autodisciplina

Come una sorta di evoluzione della Legge Draghi, nel 1999 su iniziativa di un Comitato⁶² fondato dalla Borsa Italiana è stato emanato un Codice di Autodisciplina per le società italiane quotate. Venne denominato Codice Preda (facendo riferimento a Stefano Preda,

⁶² Il Comitato comprendeva il presidente di Borsa Italiana, rappresentanti di banche, assicurazioni, industrie e associazioni di investitori.

presidente del Comitato) e trae ispirazione dal *Cadbury Report* redatto in Gran Bretagna nel 1992.

Preda, durante la presentazione del Codice, considerando il contesto istituzionale ed economico che si era creato (l'internalizzazione della Borsa, l'esistenza di un sistema finanziario ed industriale maturo con una dimensione globale) ha tenuto a sottolineare come fosse di fondamentale importanza "l'efficienza e l'affidabilità del sistema di corporate governance delle imprese".

Di conseguenza, l'obiettivo di questo Codice era proprio quello di diventare una sorta di "modello di riferimento di natura organizzativa e funzionale⁶³" riguardante la corporate governance delle imprese italiane quotate (seppur in linea con la pratica internazionale) stabilendo le corrette regole di comportamento (*Code of Best Practice*) al fine di disciplinare gli organi societari ed essere in grado di gestire i rischi ed i possibili conflitti di interesse che potrebbe dover affrontare la società, tutelando principalmente gli azionisti di minoranza. Grazie all'introduzione di questo Codice si potevano rassicurare gli investitori istituzionali sulla presenza nelle imprese italiane di modelli di governo societario chiari, ben definiti, con un bilanciamento tra management e controllo ed in linea con quelli degli altri paesi più sviluppati dal punto di vista finanziario. Tuttavia, bisogna evidenziare come l'adesione al codice sia volontaria e non obbligatoria anche se, come già sottolineato, il rispetto dei principi può portare al miglioramento delle performance e l'attrattività verso investitori stranieri. Quindi il Codice non deve essere visto come un insieme stringente di leggi da rispettare, ma un'opportunità di sviluppo al fine di raggiungere l'obiettivo principale delle società, ovvero la massimizzazione del valore per gli azionisti.

Rispetto alla Testo Unico della Finanza viene data una maggiore rilevanza al Consiglio di Amministrazione, organo fondamentale e centrale che dispone della responsabilità riguardante gli aspetti strategici ed organizzativi della società. All'interno del Codice vengono indicati i poteri che dispone e quali obiettivi deve raggiungere al fine di massimizzare il valore per gli azionisti e gli obiettivi prefissati; a tal proposito gli amministratori al suo interno devono agire con consapevolezza e responsabilità. Per quanto riguarda la sua composizione viene sottolineata l'importanza su due tipologie di amministratori: amministratori non esecutivi e indipendenti. I primi grazie alle loro competenze acquisite in un ambiente esterno all'impresa possono garantire l'analisi degli aspetti fondamentali da prospettive diverse fornendo giudizi autonomi. Per quanto riguarda gli amministratori indipendenti la loro presenza è fortemente raccomandata al fine di evitare possibili abusi da parte di chi possiede la maggioranza del potere e quindi fornire una maggiore tutela agli azionisti di minoranza.

Sempre considerando il Consiglio di Amministrazione, la figura fondamentale che garantisce il rispetto dei principi di Corporate Governance è quella del suo presidente (*Chairman*). È utile sottolineare che la legge per evitare una concentrazione di potere troppo elevata in un'unica persona raccomanda la separazione tra questo ruolo del Presidente e quello di CEO (vedere capitolo 1 CEO-duality). Tuttavia, se non è possibile

⁶³ Definizione proposta dai redattori.

attuare questa separazione (questo si verifica principalmente nelle imprese a dimensione ridotte), viene raccomandata almeno la presenza di un *lead independent director* all'interno degli amministratori indipendenti.

Altri aspetti raccomandati dal Codice al fine di garantire una maggiore chiarezza aziendale sono l'istituzione di diversi Comitati. Tra questi il Comitato per le proposte di nomina dei membri del Consiglio di Amministrazione (in modo da adottare una procedura trasparente), il Comitato per la remunerazione dei componenti del Consiglio (al fine di evitare che un amministratore sia in grado di influenzare il proprio compenso; molto spesso questo viene legato a risultati economici ed al raggiungimento di obiettivi stabiliti in precedenza) ed un Comitato per il controllo interno e di gestione dei rischi modellabile in base alla realtà societaria con lo scopo di identificare ed analizzare le eventuali problematiche aziendali interne o rischi finanziari, di mercato ed operativi che potrebbe dover affrontare la società stessa.

Per concludere, viene sottolineata anche l'importanza del collegio sindacale dove il ruolo di presidente viene affidato ad un componente scelto dagli azionisti di minoranza. Il compito principale è di vigilanza sulle attività e processi svolte dalla società e sull'efficacia del controllo interno, in modo da informare gli amministratori sulla necessità di eventuali azioni correttive.

3.3.4 Legge sulla tutela del Risparmio

L'ultima riforma che viene brevemente illustrata si riferisce alla legge del 28 dicembre 2005 n. 262, conosciuta come "Legge sul Risparmio". Coinvolge tutte le imprese quotate sul mercato italiano (sia italiane che straniere), stabilendo alcuni requisiti riguardanti sia il governo societario che aspetti organizzativi ai quali queste aziende devono adattarsi.

Anche in questo caso, l'obiettivo è quello di cercar di offrire una maggiore protezione, ed allo stesso tempo assicurare un potere più elevato, agli azionisti di minoranza che fronteggiano come sempre il rischio di espropriazione. Di seguito, come nelle normative precedenti, vengono illustrate quali tra queste modifiche hanno un impatto maggiore per quanto riguarda le minoranze azionarie.

Le novità riguardanti la Corporate Governance hanno portato all'introduzione del voto a scrutinio segreto (in modo da permettere una maggiore libertà di opinione alle minoranze senza subire ripercussioni dirette), un aumento degli amministratori indipendenti, una maggiore partecipazione azionaria delle minoranze (quindi permettere anche azioni di responsabilità nei confronti degli amministratori e soci di controllo) e modifiche sia nella composizione che nella nomina degli organi sociali (viene istituito l'obbligo della presenza di almeno un membro nominato dagli azionisti di minoranza all'interno del Collegio sindacale e CdA).

Dal punto di vista della trasparenza è stata richiesta una maggiore comunicazione delle informazioni sociali (ad esempio a riguardo della struttura proprietaria, situazione finanziaria) agli investitori ed al mercato istituendo proprio obblighi informativi e una dichiarazione di responsabilità sulla veridicità dei risultati economici-finanziari divulgati. Al fine di ciò, la normativa prevede proprio l'introduzione di una figura (un dirigente)

preparata e con la responsabilità della stesura della documentazione contabile necessaria. Un focus è dedicato alle imprese che operano nei rinomati “paradisi fiscali”, infatti la Consob assume il diritto di stabilire dei requisiti/criteri che le imprese italiane quotate devono rispettare in caso di controllo di imprese localizzate in quelli Stati (OffShore).

Come già osservato nel primo capitolo nonostante le disposizioni di corporate governance precedentemente introdotte non si sono evitati diversi scandali finanziari; ad esempio considerando l’Italia il crac Parmalat. Di conseguenza sono anche state introdotte alcune modifiche riguardanti le società di revisione. Nello specifico alla Consob è stata attribuita la responsabilità di controllare le attività svolte da queste società. Inoltre, è stata anche modificata la durata dell’incarico di queste società di revisione in quanto viene posta a sei anni, con la possibilità di rinnovo una volta solo se si verifica un cambio nel responsabile della revisione contabile.

3.4 Studio sull’efficacia delle riforme

Considerando le riforme presentate nel paragrafo precedente, queste avrebbero dovuto influenzare la struttura di governance delle imprese italiane aumentando la protezione offerta agli azionisti di minoranza e la contendibilità del controllo. A tal proposito, Marcello Bianchi e Magda Bianco nel paper *“Italian corporate governance in the last 15 years: from pyramids to coalitions?”* (2006) analizzano proprio se si sono verificati effettivamente cambiamenti o meno nelle strutture proprietarie e di controllo delle società italiane considerando un intervallo temporale compreso tra il 1990 ed il 2005. Anche se vengono fatte alcune considerazioni sulle imprese non quotate, la gran parte della loro analisi è focalizzata sulle imprese quotate. Nello specifico hanno considerato i “gruppi quotati”, i quali comprendono tutte le società collegate da una relazione di controllo alle società quotate in borsa. La scelta di identificare questi gruppi quotati consente un’analisi più efficiente riguardante le caratteristiche economiche e dimensionali delle società quotate in borsa e una valutazione più accurata delle strutture piramidali come strumento di separazione tra proprietà e controllo.

I principali risultati indicano nel corso degli anni una minore concentrazione proprietaria (nel 1990 il maggiore azionista deteneva in media il 55% del capitale totale di un’impresa quotata, mentre solo il 28% era di proprietà degli azionisti “dispersi”, mentre nel 2005 la partecipazione del primo azionista era scesa al 46%). Questa diminuzione viene attribuita sia all’effetto del processo di privatizzazione ed alle nuove quotazioni in quanto le nuove società quotate in media hanno una dimensione ed una concentrazione proprietaria inferiore alle società più anziane (il maggior azionista detiene in media il 41.9% del capitale nelle imprese “giovani” ed il 49.4% in quelle “vecchie”). Tuttavia, per essere più precisi la dispersione proprietaria maggiore è avvenuta nel settore bancario (dove ora il maggior azionista detiene il 17% rispetto al 54% del 1990, visto che lo Stato aveva un ruolo più pervasivo) mentre per le società non finanziarie la concentrazione della proprietà è rimasta sostanzialmente stabile (intorno al 42%).

Per quando riguarda la struttura proprietaria, quello che viene evidenziato è una riduzione nell’utilizzo di strutture piramidali (ad esempio considerando i primi 10 gruppi non

finanziari questi comprendevano 68 imprese nel 1990, ma solo più 24 nel 2005), ma un aumento delle coalizioni tra azionisti, ovvero accordi formali (al fine di garantire una maggiore stabilità) o informali (basati sulla fiducia e reputazione) con i quali controllare le società⁶⁴. Tuttavia, bisogna sottolineare che già nel 1990 il ruolo assunto dalle coalizioni era abbastanza rilevante visto che rappresentavano quasi il 20% della capitalizzazione totale del mercato, anche se riguardavano un numero limitato di società (il 10.9%). Nel 2005, il 34.5 % delle imprese risultava controllato da coalizioni ed il loro peso aveva raggiunto il 47% della capitalizzazione di mercato. Questo modello di controllo è più comune nelle imprese quotate recentemente infatti il 40% di queste è controllato da coalizioni.

Quindi, nel complesso le imprese che si sono quotate negli ultimi 15 anni hanno mostrato una riduzione della loro concentrazione proprietaria, ma un aumento di coalizioni tra azionisti. Questo a causa della necessità di avere un “modello alternativo” di separazione tra proprietà e controllo in contesti dove gli strumenti tradizionali sono diventati troppo costosi o a causa di pressioni sempre più competitive del mercato.

Le coalizioni in generale sono associate ad una riduzione della concentrazione della proprietà, ma questo non si traduce necessariamente in una contendibilità del controllo più elevata. Questo perché se da un lato gli azionisti partecipanti alla coalizione potrebbero assumere la carica di agenti di controllo con l’obiettivo di aumentare le performance aziendali, dall’altra potrebbero colludere al fine di appropriarsi dei benefici privati benefici privati a scapito delle minoranze.

I due autori sottolineano che se l’effetto maggiore è quello collegato all’esproprio degli azionisti di minoranza questo è associato al fatto che nonostante le riforme attuate il controllo continua a rimanere a disposizione di poche entità e di conseguenza si verifica un mercato azionario con poche possibilità di sviluppo/crescita. Una possibile spiegazione offerta a questa situazione riguarda la mancanza di un’effettiva applicazione di queste riforme ed è proprio su questi aspetti che gli autori hanno consigliato una maggiore attenzione per il futuro.

Un altro paper interessante che prende sempre in esame l’efficacia di queste riforme è *“Effect of Governance Reform on Corporate Ownership in Italy: Is Still Pizza, Spaghetti and Mandolino?”* di Stefano Mengoli, Federica Pazzaglia ed Elena Sapienza (2009). I tre autori sempre prendendo in considerazione imprese quotate sul MSE nel periodo tra il 1995 ed il 2005 sostanzialmente giungono alle stesse conclusioni dello studio illustrato precedente. I risultati conseguenti alle riforme sono stati modesti, nel senso che da un lato mostrano un maggior allineamento tra diritti sui flussi di cassa e diritti di voto dell’ultimate owner (grazie alla diminuzione di strutture piramidali e di strutture dual class of shares suggerendo quindi

⁶⁴ Considerando i meccanismi in grado di portare alla separazione tra proprietà e controllo, nel corso del tempo si è anche verificata una diminuzione nell’utilizzo della struttura di dual class of shares infatti nel 1990 circa il 39% delle imprese emetteva azioni senza diritto di voto (o diritto limitato) mentre il loro peso sulle azioni in circolazione era del 14.4%. Nel 2005 solo più il 14% delle imprese ha emesso azioni senza diritto di voto (ed il loro valore era solo più il 4% del totale delle azioni in circolazione).

un possibile minor rischio di espropriazione per le minoranze)⁶⁵, una maggiore divulgazione delle informazioni da parte delle imprese quotate al fine di garantire una maggiore trasparenza e una maggiore rappresentanza delle minoranze nelle assemblee. Tuttavia, dall'altro lato continua ad essere presente una scarsa contendibilità del controllo. Oltre a questi elementi generali, i tre autori tendono a identificare sia dei "facilitatori" (come l'attivismo degli investitori istituzionali⁶⁶ e disposizioni obbligatorie), che "impedimenti" (una debole applicazione della legge oltre che una cultura proprio radicata su un alto controllo) nel valutare proprio l'effetto di queste riforme. Inoltre, illustrano che la logica pensata dal governo era che un aumento nella divulgazione delle informazioni e nella rappresentanza delle minoranze avrebbe avuto un effetto a cascata portando ad un maggior attivismo degli investitori istituzionali che a sua volta avrebbe comportato una maggiore protezione offerta agli azionisti di minoranza visto che le disposizioni contenute nella riforma offrono a questi gruppi maggiori strumenti e poteri per monitorare le attività dell'impresa ed insistere nella richiesta di migliori pratiche di governance. Tuttavia, come già evidenziato gli "impedimenti" hanno comportato un successo solo parziale e meno efficace di queste riforme rispetto a quello atteso dal governo.

In conclusione, può essere anche utile considerare lo studio di Aganin e Volpin⁶⁷ (2005) i quali cercano di identificare le cause che nonostante le riforme continuano a garantire una scarsa contendibilità del controllo e quindi un forte capitalismo familiare. Principalmente i due studiosi ne identificano due: la presenza di una forte corruzione governativa all'interno del Paese che permette alle maggiori famiglie italiane di continuare a mantenere il controllo e l'assenza di interventi normativi per quanto riguarda la successione. La mancanza di una tassa sulla successione, presente nella maggior parte degli altri Stati, permette alle maggiori famiglie di continuare a mantenere il pacchetto azionario di controllo e quindi a non stimolare la sua contendibilità (ad esempio in Gran Bretagna il dazio di successione è aumentato fino al 80% nel 1949 e in Giappone il processo di "americanizzazione" ha portato allo smantellamento dello zaibatsu, ovvero i grandi gruppi familiari storici giapponesi). In aggiunta di tutto ciò, Enriques (2003) dimostra una continuata scarsa applicazione delle leggi e questo si traduce principalmente in un limitato aumento della protezione offerta agli azionisti.

⁶⁵ A tal proposito gli autori calcolano il *ownership-control ratio* (misura del rischio di espropriazione affrontato dagli azionisti di minoranza). Il valore medio di questo indicatore aumenta da 0.75 nel 1995 a 0.91 nel 2005 confermando proprio un maggior allineamento tra i diritti sui flussi di cassa e di voto e quindi un minor rischio di espropriazione per le minoranze.

⁶⁶ In particolare, viene sottolineato l'attivismo crescente degli investitori istituzionali esteri mentre l'attivismo di quelli italiani si è sviluppato solamente in seguito.

⁶⁷ Paper: "The History of Corporate Ownership in Italy" di Aganin e Volpin, 2005. National Bureau of Economic Research.

3.5 Focus sulle imprese famigliari in Italia

Secondo stime del 2017 dell'osservatorio AUB⁶⁸, in Italia le imprese famigliari rappresentano oltre l'85% del totale delle aziende. Inoltre, quasi il 90% di queste imprese famigliari sono quotate⁶⁹ sul MTA (e circa il 30% al segmento STAR).

Una caratteristica distintiva rispetto agli altri Paesi Europei dove è presente una simile concentrazione (Francia 80%, Spagna 83%, Germania 90%) è una minore presenza di manager esterni. Infatti, circa il 66% delle imprese famigliari italiane ha la maggior parte del management formato da soli membri famigliari (mentre ad esempio questo si verifica solo nel 26% delle imprese famigliari francesi).

Un'altra caratteristica delle imprese famigliari italiane è la loro longevità. Cinque imprese famigliari italiane, Fonderie Pontificie (1000⁷⁰), Barone Ricasoli (1141), Barovier & Toso (1295), Torrini (1369) e Marchesi Antinori (1385) sono tra le 100 imprese più antiche del mondo.

Dal punto di vista geografico, circa il 74% delle imprese famigliari di medie e grandi dimensioni (fatturato > 50 milioni di euro; soddisfano questo requisito circa 4000 imprese e coinvolgono circa 3 milioni di dipendenti) sono presenti al Nord, il 16% al Centro ed il rimanente 10% al Sud e nelle Isole. Il settore nel quale si verifica la più alta concentrazione è quello manifatturiero (circa 43%). Nel grafico seguente viene mostrata la suddivisione settoriale completa⁷¹:

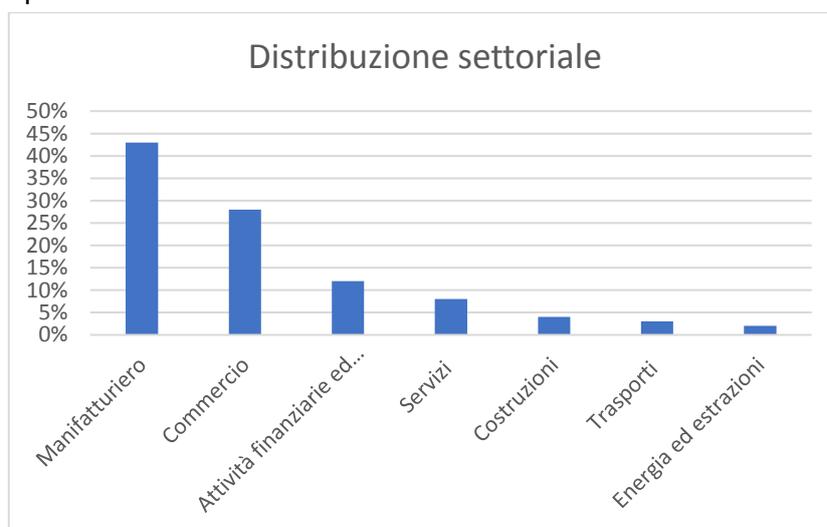


Grafico 1: distribuzione settoriale delle imprese famigliari in Italia; Fonte: AidAF.

⁶⁸ L'osservatorio AUB è stato promosso nel 2009 da AidAF (Associazione Italiana delle Aziende Familiari), da Unicredit e dalla "Cattedra AidAF-EY di Strategia delle Aziende Familiari" in memoria di Alberto Falck dell'Università Bocconi con la collaborazione di Borsa Italiana e Camera di Commercio di Milano Monza Brianza Lodi. Monitora quasi tutte le circa 17000 aziende italiane con fatturato superiore ai 20 milioni di euro, focalizzandosi in maggior dettaglio su quelle a controllo famigliare.

⁶⁹ Le imprese famigliari quotate sono più grandi delle non quotate (infatti circa 2/3 delle aziende con fatturato superiore a 20M€ sono a controllo famigliare) e sono più longeve. Inoltre, hanno tassi di crescita superiori (crescita dei ricavi nel 2016, 168.1M€ in confronto a 147.7M€) e EBITDA margin superiore (15.9 in confronto a 6.9), sempre rispetto a quelle non quotate.

⁷⁰ Tra parentesi viene indicato l'anno di fondazione.

⁷¹ <http://www.aidaf.it/aidaf/le-aziende-familiari-in-italia/>

Sempre secondo i dati (prendendo in esame un intervallo temporale compreso tra il 2007 e 2016) dell'osservatorio AUB⁷² le imprese famigliari italiane:

- Creano occupazione (+ 20.1% negli ultimi 6 anni, seguite dal +14.4% delle cooperative e consorzi e +5.7% delle filiali di imprese estere);
- Hanno una crescita maggiore rispetto alle controparti non famigliari (+ 47.2% negli ultimi 10 anni in confronto al 37.8% delle altre imprese);
- Registrano una redditività operativa più alta (ROI⁷³ nel 2007 era 10.5% rispetto al 7.8% delle non famigliari, mentre nel 2016 9.1% in confronto a 7.9%).
- Mantengono un minor rapporto di indebitamento⁷⁴ (nel 2007 7.9 rispetto 7.4 delle non famigliari, mentre nel 2016 5 rispetto 6).

3.6 La Situazione attuale in Italia

In questo paragrafo vengono rappresentati i risultati proposti dalla Consob a riguardo gli assetti proprietari attuali in Italia presenti nel Rapporto sulla Corporate Governance (rapporto 2017)⁷⁵.

Sulle 230 società quotate sull'Mta (Borsa Italiana) a fine 2016, la maggior parte sono società industriali (123), seguite da società finanziarie e di servizi (rispettivamente 54 e 53).

La proprietà delle imprese italiane quotate è ancora molto concentrata, infatti quasi 9 imprese su 10 continuano a rimanere controllate da un singolo azionista (il principale azionista in media detiene il 47% del capitale ordinario, valore pressoché stabile dal 2010) o tramite patti parasociali tra azionisti. Da questo deriva una limitata contendibilità del controllo.

Come si può osservare dalla tabella sottostante, la proprietà familiare continua a detenere il controllo della maggior parte delle imprese (146 aziende corrispondenti ad una capitalizzazione di mercato del 33%), prevalentemente nel settore industriale. Le famiglie sono seguite dallo Stato ed enti locali (21 società con una capitalizzazione del 36% del mercato grazie ad imprese operanti principalmente nel settore dei servizi). Infine, quasi il 18% delle imprese (corrispondenti al 26.5% della capitalizzazione di mercato) che operano principalmente nel settore finanziario, non sono controllate direttamente da un'entità.

	finanziarie			industriali			servizi			totale		
	num	peso (%)	%cap mercato	num	peso (%)	%cap mercato	num	peso (%)	%cap mercato	num	peso (%)	%cap mercato
Famiglie	15	27,8	6,2	96	78	52,3	35	66	33,8	146	63,5	33,3
Stato e autorità locali	2	3,7	6,2	7	5,7	37,8	12	22,6	65,6	21	9,1	35,9
istituzioni finanziarie	5	9,3	1,3	4	3,3	0,9	1	1,9	0,2	10	4,3	0,8
miste	7	13	7,8	3	2,4	2,7	2	3,8	0,2	12	5,2	3,6
no UCA	25	46,3	78,5	13	10,6	6,3	3	5,7	0,2	41	17,8	26,5

Con UCA si è intendono cooperative, imprese ad azionariato diffuso.

Tabella 2: Identità azionista di maggioranza nelle imprese italiane quotate sulla Borsa Italiana. Fonte: Sito Consob "Report on corporate governance of Italian listed companies".

⁷² Risultati presentati il 6 dicembre 2017 durante la IX edizione dell'Osservatorio AUB.

⁷³ ROI= reddito operativo/attivo netto

⁷⁴ Rapporto di indebitamento= totale attivo/patrimonio netto

⁷⁵ <http://www.consob.it/web/area-pubblica/rcg2017>

Gli investitori istituzionali hanno partecipazioni rilevanti in 61 società, numero in continua diminuzione (in confronto alle 92 del 2009) visto che la mancanza di investitori italiani viene compensata solo parzialmente dall'aumento del numero di investitori stranieri (anche se le loro partecipazioni sono stabili dal 2015, dopo una costante crescita degli anni precedenti). La quota media del capitale posseduta da questi investitori istituzionali a fine 2016 è di circa il 7.5%. La differenza tra investitori italiani e stranieri è che i primi investono principalmente in società con minor capitalizzazione, mentre i secondi possiedono partecipazioni in società del settore finanziario e con media-alta capitalizzazione di mercato.

Uno degli effetti più evidenti a seguito della regolamentazione è la diminuzione del numero di strumenti (come piramidi e dual class shares) per attuare la separazione tra proprietà e controllo, infatti alla fine del 2016 circa l'80% delle imprese non appartiene a nessun gruppo piramidale o orizzontale (nel 1998 erano il 56% delle aziende) mentre appartiene ad un gruppo verticale solo il 16.5% delle imprese (39% nel 1998). Inoltre, il numero di imprese appartenenti ad un gruppo piramidale è 2.8, mentre era 3.3 del 1998. Le imprese italiane che adottano azioni senza diritto di voto sono scese al 17.2%, circa 2 punti percentuali in meno rispetto al livello del 2014.

Per quanto riguarda il sistema giuridico, il sistema tradizionale è presente in 225 delle società quotate. I consigli di amministrazione in media sono composti da 10 amministratori mentre gli amministratori indipendenti (in base ai requisiti del Codice di Autodisciplina e/o Testo Unico della Finanza- Tuf) sono in media 5 (47.6% del totale, i valori più elevati sono riscontrabili nelle società finanziarie), mentre quelli di minoranza sono presenti in 96 imprese ed in media sono 2. Viene anche segnalata una sempre minore presenza di amministratori familiari (quindi legati da vincoli di parentela agli azionisti di controllo) all'interno del Consiglio di Amministrazione; nel 2016 la loro percentuale è di circa il 15.6%. Infine, a seguito del decreto 91/2014 (Decreto competitività, convertito in legge no. 116/2014) 33 società hanno modificato il loro statuto introducendo azioni fedeltà, ovvero azioni con maggior potere di voto per coloro che sono azionisti "fedeli" da almeno 2 anni. Inoltre, anche le imprese che sono in procinto di quotarsi possono prevedere nel loro statuto categorie di azioni con fino a tre voti per azione (azioni a voto plurimo). Le imprese che hanno beneficiato principalmente di questa riforma sono imprese a conduzione familiare di piccole dimensioni e rappresentano circa il 7% del valore totale del mercato.

4. Regressione ed analisi dei risultati

4.1 Dataset e raccolta dei dati

Lo scopo del presente lavoro di tesi è quello di analizzare la presenza o meno di una qualche forma di relazione tra la founder ownership (l'analisi è estesa anche ai discendenti) e misure di performance (sia dal punto di vista contabile che di mercato) di un campione di imprese quotate italiane. In un secondo momento viene anche presa in esame la relazione CEO pay - performance sensitivity, per analizzare se le performance ottenute influenzano i compensi dei CEO sempre in caso di presenza del fondatore all'interno della società.

L'analisi viene eseguita grazie al dataset fornitomi dalla Professoressa Rondi comprendente dati finanziari e informazioni di corporate governance (raccolti da ex-studenti che intendo ringraziare) di 146 imprese quotate sulla Borsa italiana per l'intervallo temporale che va dal 2000 al 2017⁷⁶. I dati sono stati raggruppati in un panel non bilanciato, in quanto durante questo intervallo alcune imprese sono uscite dal mercato azionario (delisting) mentre altre hanno deciso di quotarsi solo successivamente all'anno 2000. Sono state utilizzate imprese quotate vista la maggiore facilità nel trovare informazioni rispetto alle controparti non quotate. Il software statistico di riferimento utilizzato è Stata.

Per poter condurre l'analisi e completare il dataset fornito, ho ricercato i fondatori delle imprese private (per quelle pubbliche è lo Stato). Come fonte dei dati mi sono basato principalmente sui siti di riferimento delle diverse compagnie e in alcuni casi di siti internet generali alla ricerca di alcuni articoli informativi passati (principalmente Il Sole 24 ore). Per quanto riguarda i discendenti (sono considerati tali quelli del fondatore per matrimonio o di sangue fino alla quarta generazione)⁷⁷ la ricerca è stata più complicata in quanto non tutte le imprese presentavano una chiara spiegazione della loro evoluzione ed anche online non erano disponibili molte informazioni. Di conseguenza, escluse le situazioni di chiaro legame tra fondatore e discendente (ad esempio medesimo cognome, comunque sempre sottoposto ad un controllo), mi sono basato sui membri del Consiglio d'Amministrazione ed ho cercato l'eventuale presenza di alcuni legami con il fondatore⁷⁸.

Successivamente tramite il Sito della Consob ho identificato per ogni anno ed ogni impresa il Chairman (in caso di mancanza o non corretto funzionamento del sito mi sono basato sulle informazioni presenti nella pubblicazione dei bilanci societari). Per quanto riguarda i CEO, invece, erano già forniti (in ogni caso il procedimento di ricerca è il medesimo adottato per la ricerca del Chairman). In questo modo ho potuto costruire diverse variabili binarie utili per l'analisi:

- *CEO_Chairman* assume valore 1 se nell'anno in esame il CEO è anche Chairman (CEO duality);
- *Fond_CEO* assume valore 1 se nell'anno in esame il fondatore ricopre il ruolo di CEO;

⁷⁶ Nei grafici che verranno presentati nella parte successiva dell'elaborato non viene incluso l'anno 2017 visto che è disponibile solo un numero limitato di informazioni.

⁷⁷ Si è preso spunto dal paper "Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500" di Anderson e Reeb. I loro risultati saranno presentati nel paragrafo 4.3.

⁷⁸ Per portare un esempio *Olidata* è stata fondata da Carlo Rossi e Adolfo Savino. Nel 2012 assume la carica di CEO Marco Sangiorgi che è il nipote di Carlo Rossi.

- *Fond_Chairman* assume valore 1 se nell'anno in esame il fondatore ricopre il ruolo di Chairman;
- *Fond_CdA* assume valore 1 se nell'anno in esame il fondatore è presente all'interno del Consiglio di Amministrazione;
- *Discendente_CEO* assume valore 1 se nell'anno in esame un discendente ricopre il ruolo di CEO;
- *Discendente_Chairman* assume valore 1 se nell'anno in esame un discendente ricopre il ruolo di Chairman;
- *Discendente_CdA* assume valore 1 se nell'anno in esame un discendente è presente all'interno del Consiglio di Amministrazione;
- *FamFond_CdA* assume valore 1 se nell'anno in esame almeno un membro della famiglia fondatrice (fondatore o discendente) è presente all'interno del Consiglio di Amministrazione. È una variabile molto generale, utile a capire se l'impresa ha ancora qualche legame (non necessariamente forte) con il fondatore;
- *Lone_Founder* assume valore 1 se all'interno della società è solo presente il fondatore con un ruolo attivo senza nessun discendente;
- *EredeCEO1stGen* assume valore 1 se la carica di CEO è ricoperta da un erede di prima generazione (figlio/a o moglie del fondatore);
- *EredeCEO2ndGen* assume valore 1 se il ruolo di CEO è ricoperto da un erede del fondatore, ma non di prima generazione;
- *EredeChair1stGen* assume valore 1 se la carica di Chairman è ricoperta da un erede di prima generazione (figlio/a o moglie del fondatore);
- *EredeChair2ndGen* assume valore 1 se il ruolo di Chairman è ricoperto da un erede del fondatore, ma non di prima generazione;
- *CEO_esterno* assume valore 1 se nell'anno in esame il CEO non è un membro della famiglia fondatrice;
- *Chairman_esterno* assume valore 1 se nell'anno in esame il Chairman non è un membro della famiglia fondatrice;

Il campione come già scritto precedentemente è composto da 146 società quotate. Di queste 105 sono imprese manifatturiere, 33 public utilities e 8 appartengono al settore terziario.

Nel grafico sottostante si può osservare una suddivisione più dettagliata di queste 146 imprese secondo la classificazione settoriale proposta da Mediobanca. La maggior parte delle società (28, corrispondenti al 20% del campione) appartengono al settore dei servizi pubblici. Il secondo settore più rappresentato è quello meccanico (16 imprese) seguito dall'elettronico ed abbigliamento (10 imprese entrambi).

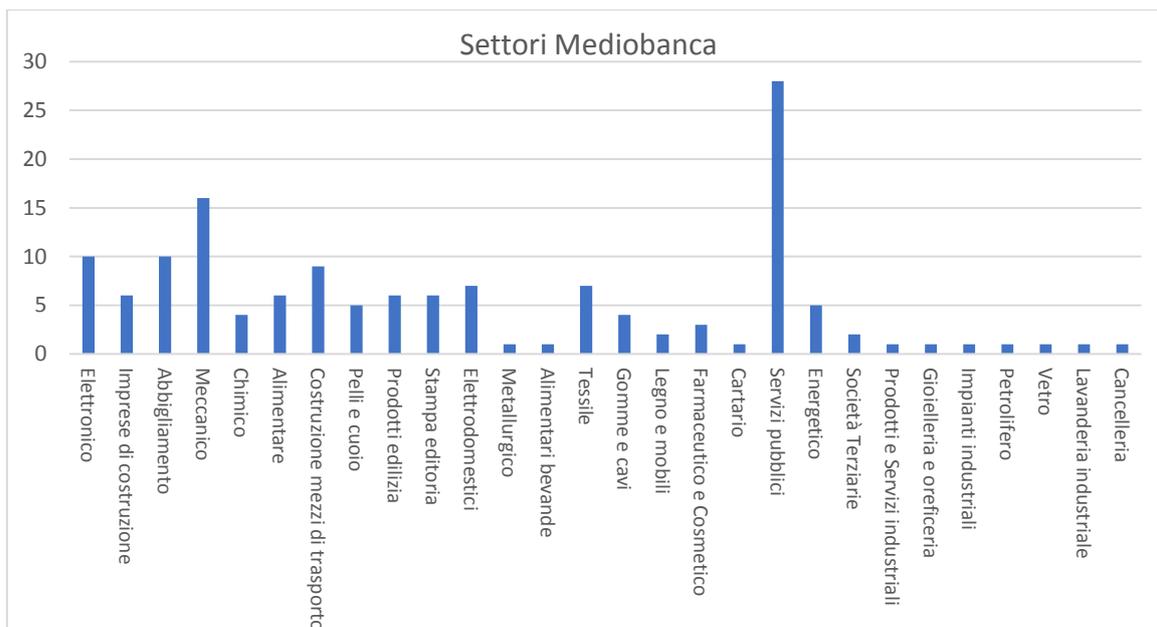


Grafico 2: distribuzione settoriale delle imprese presenti nel campione secondo Mediobanca

Considerando invece le sole imprese familiari, la distribuzione settoriale viene illustrata nel grafico sottostante (grafico 3). Quello che si può osservare è che, in questo caso, il settore maggiormente rappresentato è quello meccanico con 12 imprese (visto che la maggior parte delle imprese pubbliche appartiene al settore dei pubblici servizi), seguito dall'abbigliamento (8 imprese) ed elettrodomestici (7 imprese).

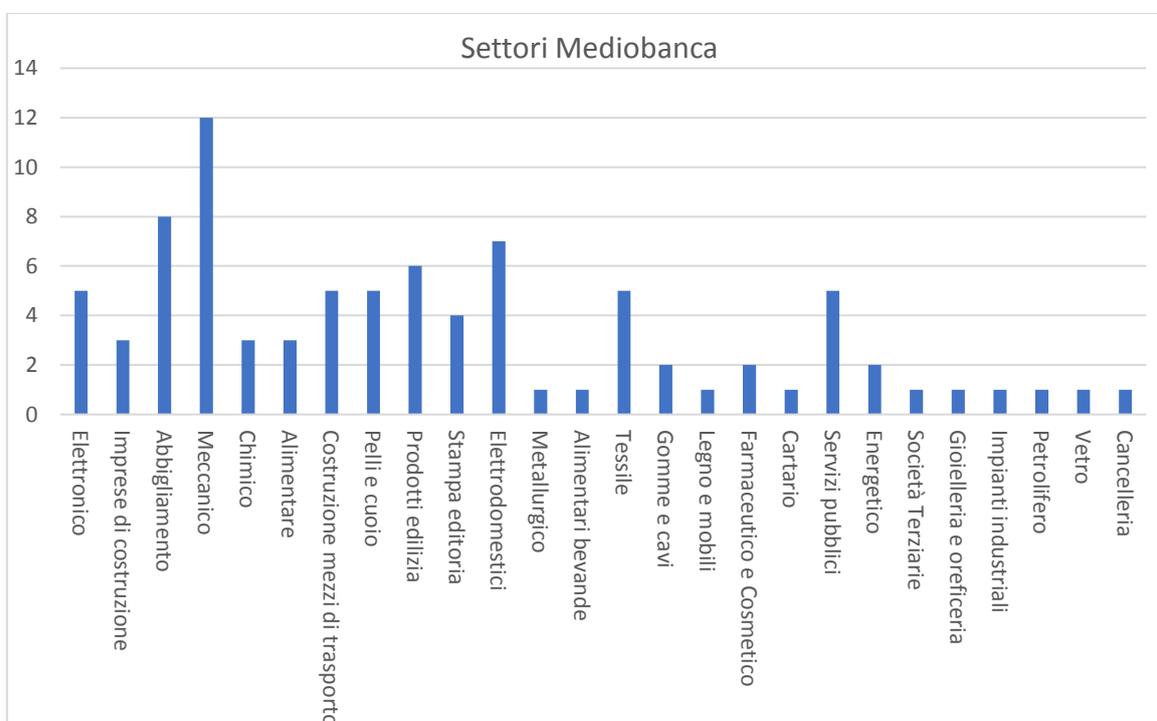


Grafico 3: distribuzione settoriale delle imprese familiari presenti nel campione secondo Mediobanca

Oltre alla divisione settoriale, basandosi sull'intero campione di imprese si può notare (grafico 4) come, nonostante una diminuzione nel corso nel tempo, più della metà delle

società continui ad avere come azionista di maggioranza una famiglia (anche se non necessariamente quella fondatrice) o un individuo che possiede una quota azionaria maggiore o uguale al 50%, confermando come all'interno del contesto italiano vi sia una limitata contendibilità del controllo che infatti resta nelle mani di gruppi concentrati (questa misura dipende dal presente visto che rappresenta una situazione attuale).

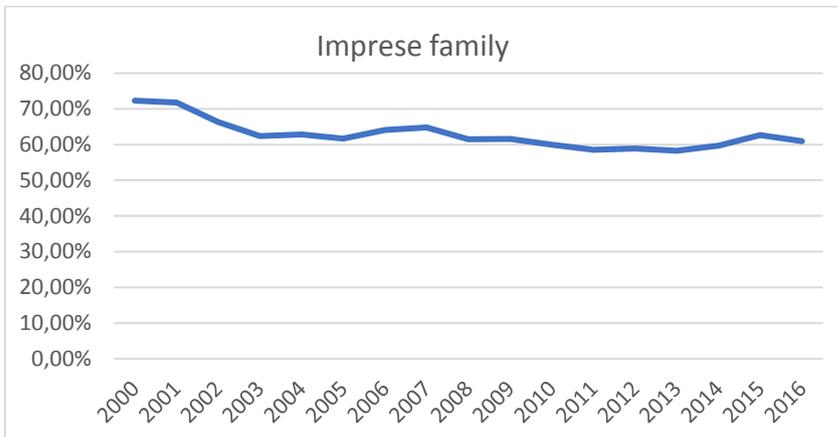


Grafico 4: evoluzione imprese famigliari nel corso degli anni (% rispetto al totale)

Un altro aspetto che può essere interessante è quello riguardante la CEO-Duality (già descritta ampiamente nei capitoli precedenti, nonostante il Codice di Autodisciplina ne scoraggi la presenza). Come si può osservare dal grafico sottostante ancora in circa il 30% delle imprese del campione la stessa persona detiene sia la carica di CEO che di Chairman e di conseguenza viene ancora una volta confermata la letteratura che indica proprio l'Italia come uno dei paesi in cui maggiormente le due cariche sono attribuite alla medesima entità.

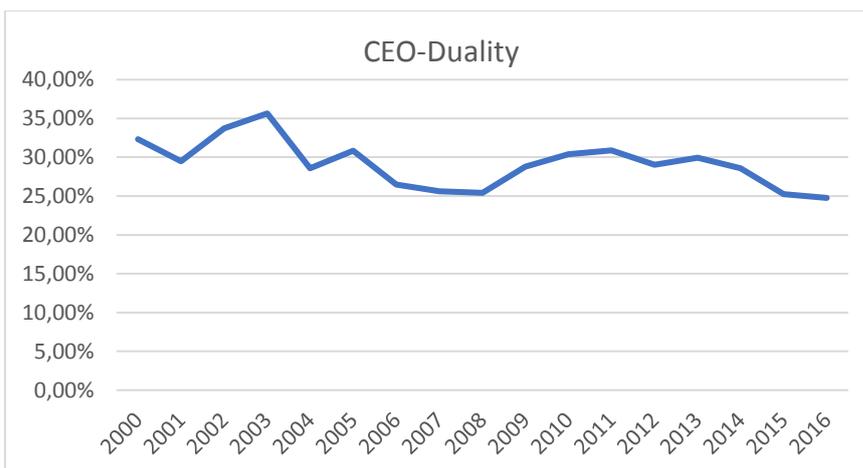


Grafico 5: presenza CEO-duality all'interno delle imprese (% rispetto al totale)

Se dal campione si escludono le imprese non private (variabile `privateown==0`, al fine di "pulire" il dataset dall'influenza dello Stato) o si considerano solo le imprese famigliari (variabile `family==1`) si possono fare osservazioni più specifiche sul fondatore, discendenti o famiglia fondatrice in generale.

Il fondatore ha assunto la carica di CEO per almeno un anno in 30 delle 127 imprese private considerate e come si può osservare dalla figura sottostante (grafico 6) in ogni anno è presente in media con questa carica in circa 15 imprese. Inoltre, questa caratteristica è presente in 277 firm-years (quindi corrispondenti al 16.81% del totale delle private e il 23.53% delle famigliari).

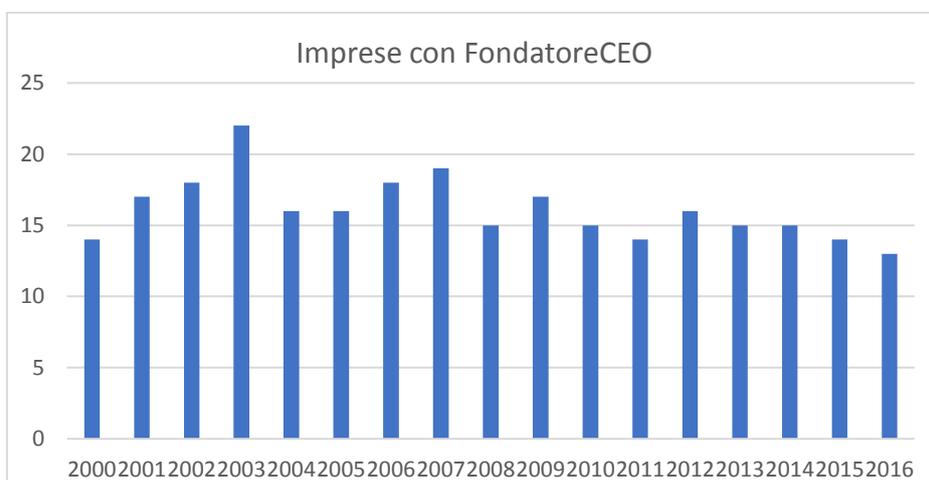


Grafico 6: numero di imprese per anno dove il fondatore ha assunto la carica di CEO

Nei due grafici sottostanti invece si può osservare come è variata la percentuale di queste imprese nel corso degli anni. Il primo grafico rapporta le imprese con il fondatore CEO all'insieme di tutte le imprese private (grafico 7), mentre il secondo grafico all'insieme delle imprese famigliari (grafico 8).

L'aspetto evidente che si nota è una diminuzione della percentuale di imprese con questa caratteristica, ma come è stato menzionato in precedenza il numero di imprese dove il fondatore ricopre la carica di CEO rimane pressoché costante (anche se comunque a partire dal 2012 si osserva una lieve flessione). Di conseguenza questa tendenza potrebbe, per esempio, essere attribuita ad un aumento nel numero di nuove imprese che si quotano nelle quali il fondatore non ricopre la carica di CEO (ad esempio a causa di un decesso prima della quotazione⁷⁹ oppure a seguito di una scelta aziendale).

⁷⁹ La media delle firmage è di 60 anni, quindi un numero non trascurabile di fondatori era già deceduto prima dell'anno 2000.

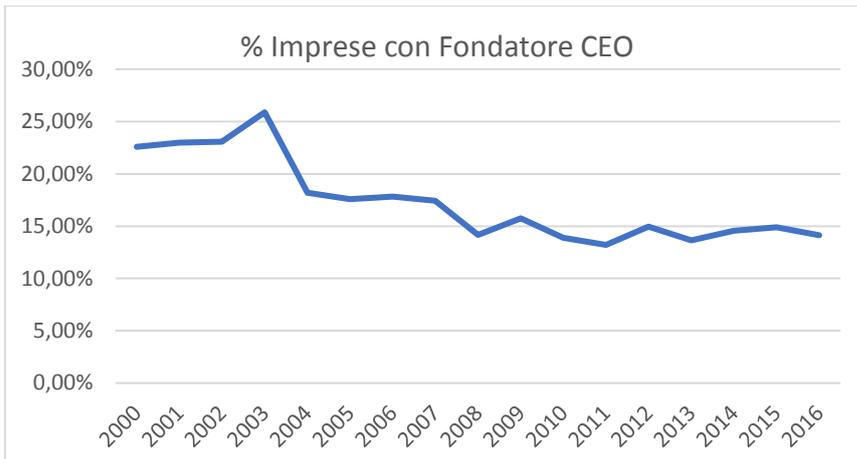


Grafico 7: andamento percentuale di imprese per anno dove il fondatore ha assunto la carica di CEO considerando solo le imprese private

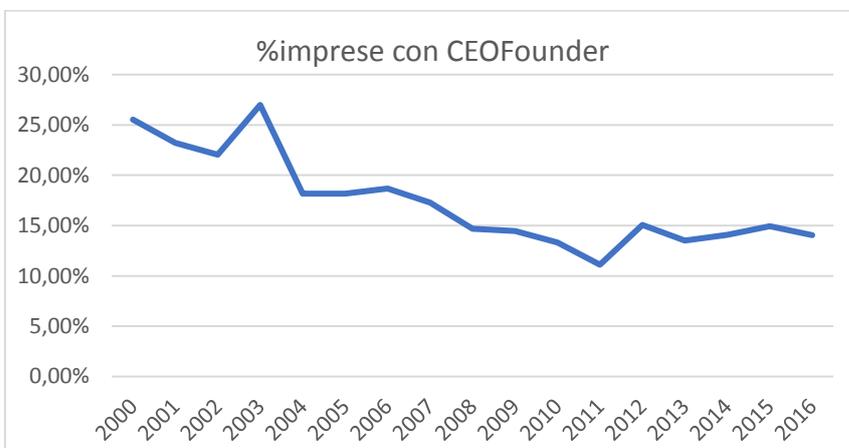


Grafico 8: andamento percentuale di imprese per anno dove il fondatore ha assunto la carica di CEO considerando solo le imprese famigliari

Un ragionamento simile vale nella situazione di fondatore Chairman. Questa carica viene ricoperta sempre per almeno un anno in 45 imprese del campione ed in media 25 imprese ogni anno mostrano questa caratteristica (grafico sottostante numero 9). In questo caso, questa caratteristica è presente in 480 firm-years (ovvero nel 29.13% delle private e 40.78% delle famigliari).

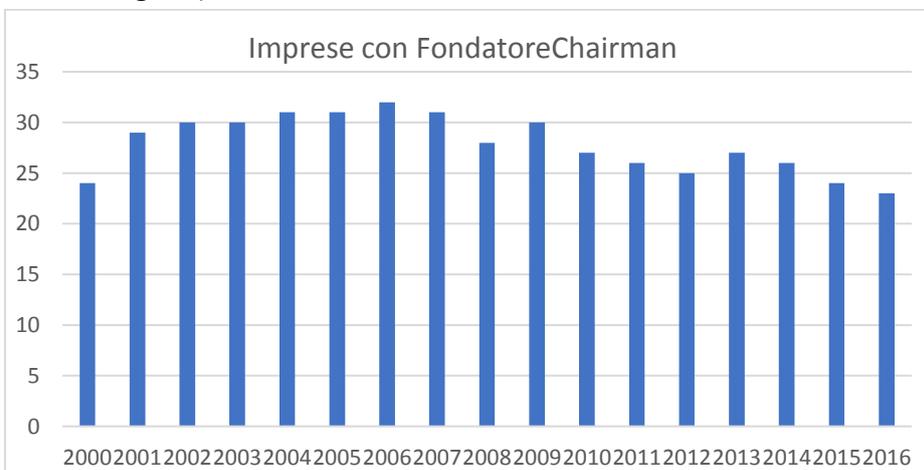


Grafico 9: numero di imprese per anno dove il fondatore ha assunto la carica di Chairman

Quindi nel campione preso in esame è più probabile che il fondatore assuma la carica di Chairman rispetto a quella di CEO (nonostante la maggiore attenzione degli studi precedenti, e come verrà fatto in questo, è rivolta alla situazione del CEO fondatore).

Come in precedenza viene mostrato l'andamento della percentuale di imprese dove il fondatore assume la carica di Chairman nelle imprese private (non viene riportato il grafico relativo alle sole imprese familiari ma il trend è il medesimo) e sostanzialmente vengono confermati i risultati nel caso di CEO. La diminuzione percentuale (non numerica) potrebbe principalmente essere associata, anche in questa situazione, ad un aumento nel numero di nuove imprese che decidono di quotarsi e dove il fondatore non assume la carica di Chairman (grafico 10).

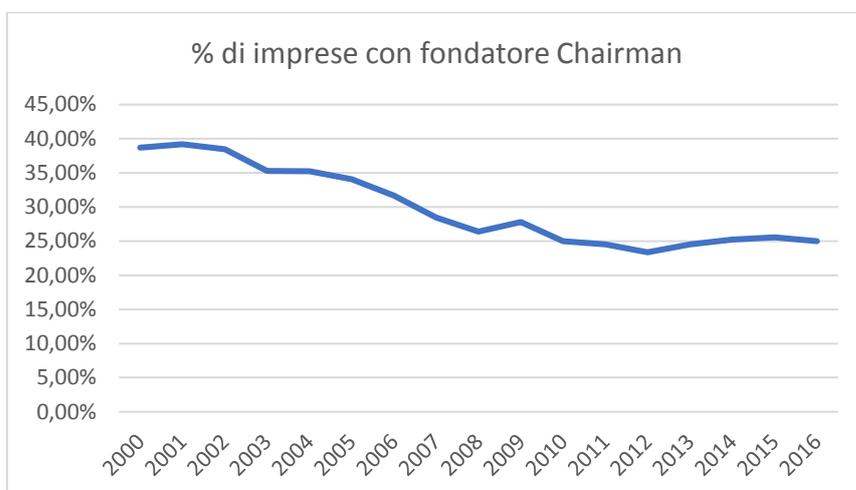


Grafico 10: andamento percentuale di imprese per anno dove il fondatore ha assunto la carica di Chairman considerando solo le imprese private

Combinando i risultati e ragionando solamente con le imprese private in 47 di queste 127 società del campione il fondatore per almeno un anno ha assunto il ruolo di CEO o Chairman indicando comunque un discreto attivismo.

Per concludere il discorso sul fondatore vengono ancora rappresentati ulteriori tre grafici considerando la variabile generale di fondatore all'interno del Consiglio di Amministrazione (quindi che ricopre una qualunque carica). Nel grafico 11 sottostante viene mostrato che ogni anno in media 32 imprese presentano il loro fondatore all'interno del CdA. Sempre considerando i firm-years, 591 osservazioni mostrano questa caratteristica (35.86% delle private e 50.21% delle familiari).

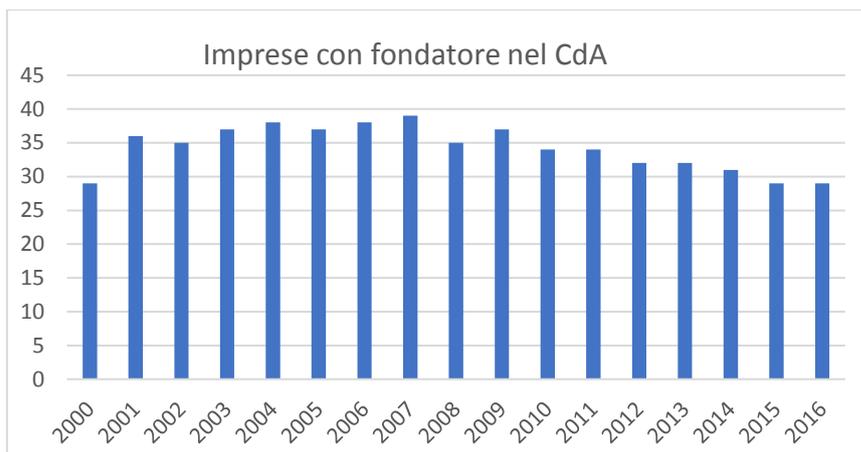


Grafico 11: numero di imprese per anno dove il fondatore è presente all'interno del Consiglio di Amministrazione

Ragionando invece in termini percentuali (grafico 12 considerando l'insieme di imprese private e grafico 13 considerando l'insieme di imprese familiari) viene ("ovviamente", alla luce dei risultati precedenti) confermato il trend di una diminuzione percentuale nel corso degli anni di imprese con il loro fondatore all'interno del Consiglio di Amministrazione. Per quanto riguarda le imprese familiari circa il 35% delle società negli ultimi anni mostra questa caratteristica, mentre la percentuale è leggermente inferiore (circa il 30%) se si considera l'insieme delle private.

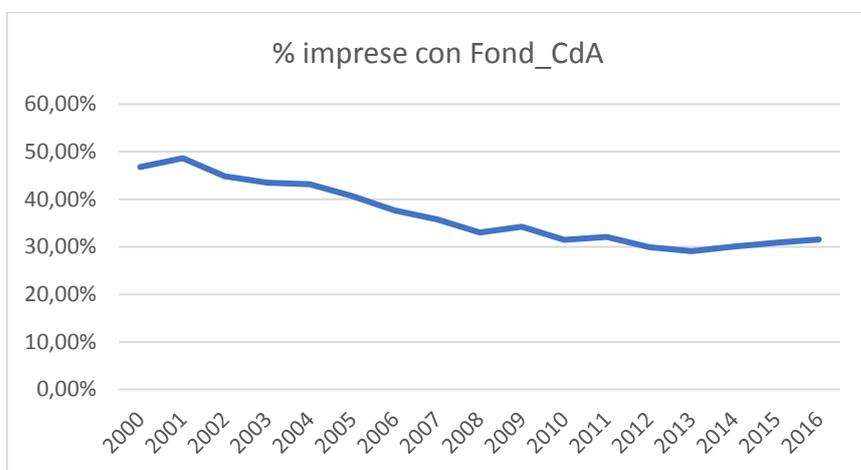


Grafico 12: andamento percentuale di imprese per anno con il fondatore all'interno del Consiglio di Amministrazione considerando solo le imprese private

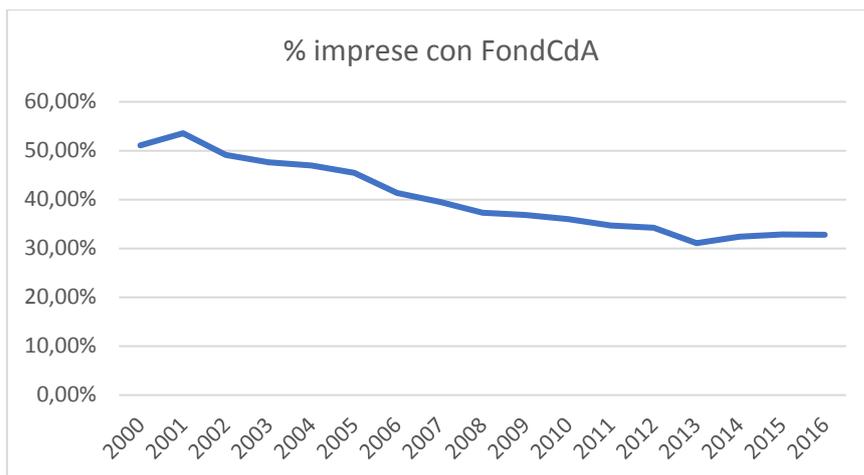


Grafico 13: andamento percentuale di imprese per anno con il fondatore all'interno del Consiglio di Amministrazione considerando solo le imprese famigliari

Per quanto riguarda i discendenti si possono fare i medesimi ragionamenti, quindi in 38 imprese hanno assunto la carica di CEO almeno per un anno e in 42 imprese la carica di Chairman (rispettivamente 389 e 469 firm-years presentano un discendente CEO e Chairman).

Unendo tutti questi risultati si ottiene che nel 49% delle imprese private del campione (62 aziende) la famiglia fondatrice (fondatore e discendenti) ha assunto la carica di CEO per almeno un anno mentre nel 62% delle società (78 aziende) la carica di Chairman (sempre considerando come intervallo minimo almeno un anno). Nel complesso 82 imprese private del campione hanno la famiglia fondatrice che ha assunto per almeno un anno o il ruolo di CEO o quello di Chairman.

Se si includono anche i "semplici" amministratori del Consiglio di Amministrazione, la famiglia fondatrice è presente all'interno del Consiglio, sempre per almeno un anno, in 88 imprese. Nel grafico 14, sempre con il metodo di ragionamento adottato in precedenza, si osserva come in media ogni anno circa 65 imprese includano almeno un membro della famiglia fondatrice all'interno del loro Consiglio di Amministrazione.

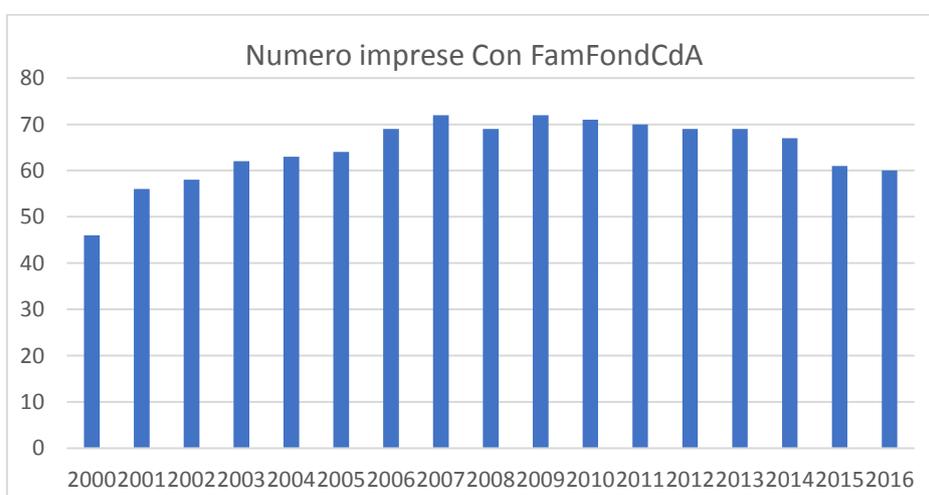


Grafico 14: numero di imprese per anno con la famiglia fondatrice presente all'interno del Consiglio di Amministrazione

Ragionando invece in termini percentuali circa il 65% delle imprese private del campione ogni anno (trend abbastanza stabile) include almeno un membro della famiglia fondatrice all'interno del suo CdA (grafico 15).

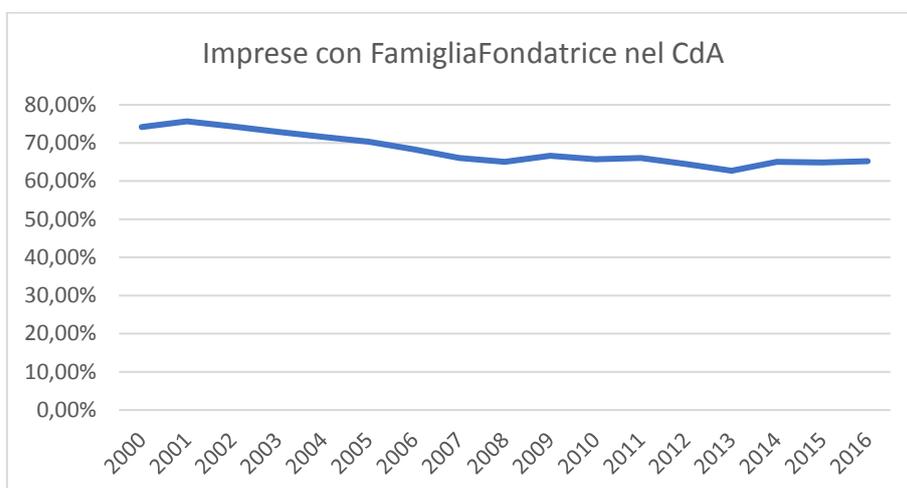


Grafico 15: andamento percentuale di imprese per anno con almeno un membro della famiglia fondatrice all'interno del Consiglio di Amministrazione considerando solo le imprese private

Questa percentuale, invece, si assesta intorno all'80% (anche in questo caso pressoché stabile) se si considera invece solo il campione di imprese familiari (grafico 16). Di conseguenza si può sostenere che questi risultati confermano la presenza di una forte identità della famiglia fondatrice nel campione preso in esame.

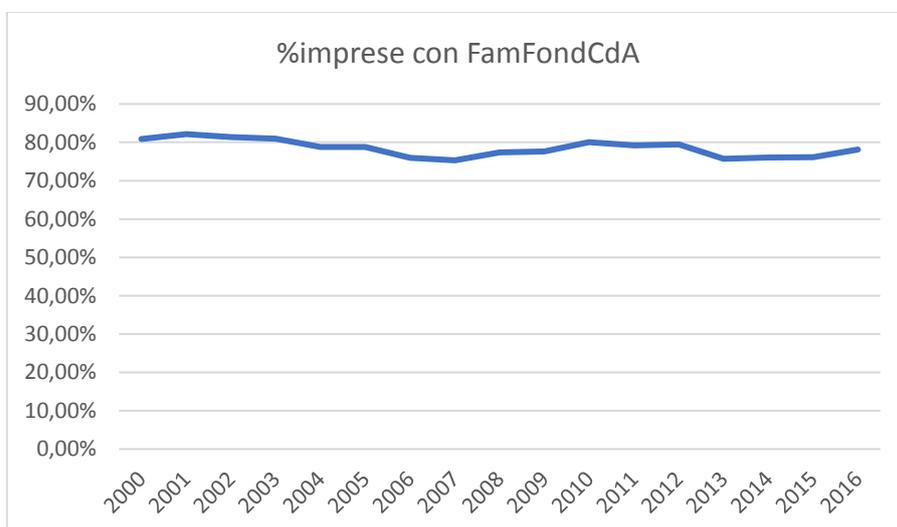


Grafico 16: andamento percentuale di imprese per anno con almeno un membro della famiglia fondatrice all'interno del Consiglio di Amministrazione considerando solo le imprese familiari

Per concludere questa panoramica sulle caratteristiche delle imprese che compongono il dataset vengono ancora proposti ulteriori due grafici per specificare come sono state distribuite le cariche di CEO e Chairman tra fondatori, discendenti o persone esterne (inteso alla famiglia fondatrice) nel corso degli anni. Se per quanto riguarda i CEO si può osservare una prevalenza di CEO esterni (grafico 17), per i Chairman è presente un sostanziale equilibrio tra entità esterne e membri della famiglia fondatrice (grafico 18).

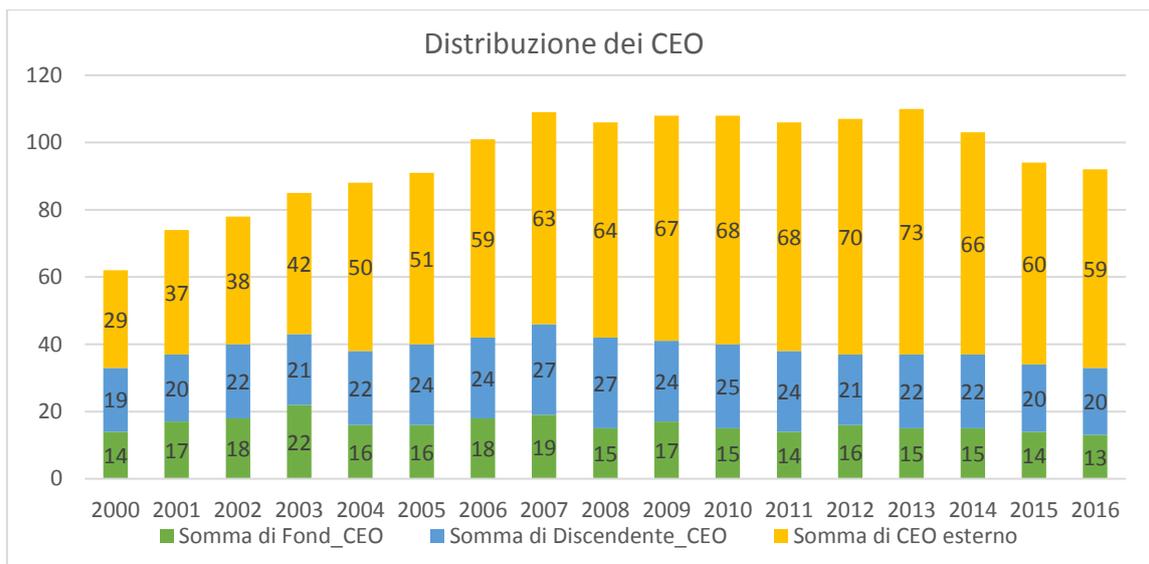


Grafico 17: suddivisione della carica di CEO nel corso degli anni

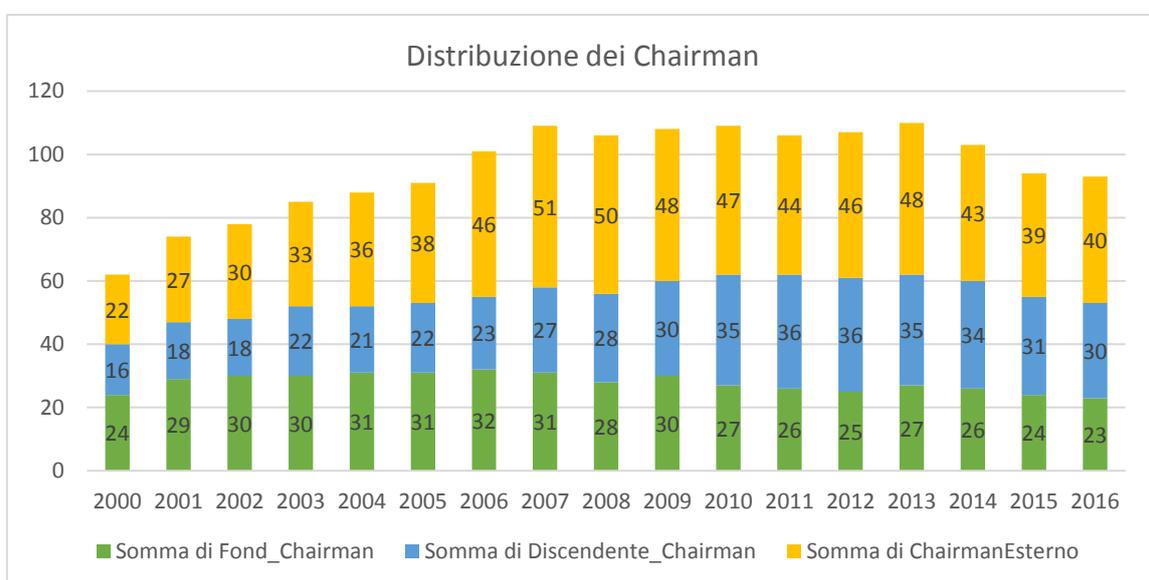


Grafico 18: suddivisione della carica di Chairman nel corso degli anni

4.2 Principali variabili del dataset

Oltre alle variabili precedentemente descritte, vengono presentate le altre variabili (già presenti nel dataset fornitomi o comunque calcolate direttamente) necessarie per svolgere l'analisi.

- *Family*: variabile binaria che assume valore 1 se l'azionista di maggioranza (individuo o famiglia) ha una partecipazione azionaria superiore al 50% (già illustrata nel grafico 4);
- *Instiv*: variabile binaria che assume valore 1 se all'interno della società una parte delle azioni sono possedute da almeno un investitore istituzionale;
- *Star*: variabile binaria che assume valore 1 se la società appartiene al segmento borsistico STAR (segmento titoli con alti requisiti);

- *Dual*: variabile binaria che assume valore 1 se la società adotta come meccanismo di separazione tra proprietà e controllo azioni con e senza diritto di voto;
- *Totcomp*: il compenso totale del CEO (dato dalla somma di emolumenti, benefici non monetari, bonus ed altre forme di compensi);
- *Famceo*: variabile binaria che assume valore 1 se il CEO è membro della famiglia che detiene il controllo della società;
- *Firmage*: variabile che mostra l'età dell'impresa, calcolata come differenza tra l'anno preso in esame e l'anno di fondazione;
- *Age*: variabile che indica l'età del CEO;
- *Tenure*: variabile che mostra da quanti anni il CEO ricopre tale carica;
- *Laurea*: variabile binaria che indica se il CEO è laureato;
- *Ingegnere*: variabile binaria che indica se la laurea conseguita dal CEO è in ingegneria;
- *Sales*: variabile che indica il fatturato dell'impresa;
- *Valadd*: variabile che rappresenta il valore aggiunto dalla società (differenza tra margine operativo lordo e costo del personale);
- *Labcost*: variabile che indica il costo del lavoro sostenuto dall'impresa;
- *Ebitda*: differenza tra il valore aggiunto e il costo del lavoro⁸⁰;
- *Depr*: variabile che indica gli ammortamenti sostenuti dall'impresa;
- *Ebit*: dal valore dell'Ebitda vengono sottratti anche gli ammortamenti;
- *Controllingshare*: partecipazione azionaria detenuta dall'azionista di maggioranza della società;
- *Dividend*: dividendi distribuiti dalla società;
- *Totasset*: variabile che rappresenta il totale delle attività della società;
- *Equity*: variabile che indica il capitale netto dell'impresa;
- *Debtml* e *debtst*: debiti di natura finanziaria rispettivamente a lunga-media e breve scadenza;
- *Tradebt*: indica i debiti commerciali;
- *Debtot*: debito totale della società, ovvero somma *debtml* e *debtst*;
- *Mktcap*: rappresenta il valore della capitalizzazione di mercato dell'impresa (ottenuto come rapporto tra il numero delle azioni detenute ed il loro valore di mercato);
- *Leverage*: leva finanziaria dell'impresa. È stata calcolata in due modi differenti:

$$leverage1 = \frac{debtml + debtst + tradebt}{totasset}$$

$$leverage2 = \frac{debtml + debtst}{debtml + debtst + mktcap}$$

⁸⁰ Letteralmente EBITDA: Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization.

- *ROA (return on assets)*: indicatore per misurare la redditività relativa al capitale investito o attività svolta. È stato calcolato come rapporto tra l'ebitda ed il totale dell'attivo.

$$ROA = \frac{EBITDA}{totasset}$$

- *ROAEbit*: simile al ROA, con l'unica differenza di considerare l'EBIT al numeratore

$$ROAEbit = \frac{EBIT}{totasset}$$

- *DivSales*: misura il rapporto tra i dividendi distribuiti e le vendite.

$$DivSales = \frac{dividend}{sales}$$

- *Market-to-Book*: corrisponde al rapporto tra il valore di mercato dell'impresa ed il suo valore di libro, calcolato come:

$$Mktbook = \frac{mktcap}{equity}$$

- *Q di Tobin*: rapporto tra il valore di mercato dell'impresa ed il costo di sostituzione del suo stock di capitale. Viene calcolato come:

$$Q \text{ di Tobin} = \frac{totasset - equity + mktcap}{totasset}$$

Tuttavia, per avere omogeneità nei dati bisogna riferire le variabili monetarie ad uno stesso anno base. A tal proposito si è utilizzato l'indice dei prezzi al consumo (SPI2010); ovvero per ottenere i valori reali delle variabili bisogna dividere il valore nominale dei dati per l'indice dei prezzi dell'anno di riferimento. Come risultato si ottengono le variabili *rsales*, *rtotcomp*, *rmktcap*.

Infine, per alcune variabili può essere utile ragionare in termini logaritmici e di conseguenza è stato applicato il logaritmo naturale (ln); sono state aggiunte variabili come *lrsales*, *lrtotcomp*.

Per avere una prima visione generale sulle variabili che saranno utilizzate nel proseguo dell'elaborato, vengono presentate alcune matrici di correlazione dove vengono evidenziate le variabili significativamente correlate tra loro ad un livello del 5% (valore del p-value inferiore a 0.05).

Nella prima matrice proposta viene analizzata la correlazione che presenta il ROA con le altre variabili che evidenziano le maggiori caratteristiche dell'impresa. Nello specifico risultano correlate positivamente al ROA le variabili indicanti: il ruolo di Chairman assunto dal fondatore, le dimensioni dell'impresa (*lrsales*), la presenza di investitori istituzionali, l'appartenenza al segmento borsistico star ed il rapporto tra dividendi e vendite. Dall'altro lato risultano, invece, significativamente correlate negativamente le variabili indicanti: la presenza della famiglia fondatrice nel CdA, il ruolo di CEO assunto dal fondatore o da un

erede di prima generazione, la carica di Chairman assunta da un erede di prima generazione, la presenza di un discendente nel CdA, l'età dell'impresa, l'indebitamento, l'utilizzo di dual class of shares e lo status di impresa privata.

	ROA	FamFon-A	Lone_F-r	Fond_CdA	Fond_CEO	Fond_C-n	Discen-A
ROA	1.0000						
FamFondCdA	-0.0485*	1.0000					
	0.0405						
Lone_Founder	-0.0249	0.2739*	1.0000				
	0.2932	0.0000					
Fond_CdA	0.0264	0.5600*	0.4891*	1.0000			
	0.2646	0.0000	0.0000				
Fond_CEO	-0.0555*	0.2915*	0.4099*	0.5586*	1.0000		
	0.0192	0.0000	0.0000	0.0000			
Fond_Chair-n	0.0785*	0.4518*	0.4267*	0.8199*	0.5065*	1.0000	
	0.0009	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000		
Discend_CdA	-0.0327	0.8180*	-0.3291*	0.2573*	0.0411	0.1884*	1.0000
	0.1673	0.0000	0.0000	0.0000	0.0750	0.0000	
Discend_CEO	-0.0615*	0.4196*	-0.1699*	-0.1180*	-0.2132*	-0.1074*	0.5136*
	0.0095	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
EredeCEO1s-n	-0.0892*	0.2866*	-0.1154*	0.0638*	-0.1449*	0.0481*	0.3504*
	0.0002	0.0000	0.0000	0.0057	0.0000	0.0373	0.0000
EredeCEO2n-n	0.0102	0.2711*	-0.1105*	-0.2260*	-0.1387*	-0.1954*	0.3322*
	0.6663	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
Discend_Ch-n	-0.0759*	0.4742*	-0.1918*	-0.2649*	-0.1886*	-0.3390*	0.5803*
	0.0013	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
EredeCh-tGen	-0.0645*	0.3341*	-0.1343*	-0.1164*	-0.1038*	-0.2376*	0.4084*
	0.0065	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
EredeCh-dGen	-0.0332	0.2857*	-0.1163*	-0.2379*	-0.1460*	-0.2057*	0.3501*
	0.1607	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
CEO_Chairman	-0.0647*	0.1361*	0.1240*	0.0939*	0.3768*	0.1388*	0.0595*
	0.0063	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0100
lrsales	0.2035*	-0.2082*	-0.1467*	-0.2236*	-0.2202*	-0.1690*	-0.1160*
	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
firmage	-0.0511*	-0.1963*	-0.3067*	-0.4796*	-0.3453*	-0.4180*	-0.0094
	0.0305	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.6851
leverage1	-0.2644*	-0.0358	0.0605*	-0.0893*	-0.0843*	-0.0717*	-0.0717*
	0.0000	0.1273	0.0100	0.0001	0.0003	0.0023	0.0023
instinv	0.0539*	-0.3169*	0.0519*	-0.1718*	-0.1377*	-0.1229*	-0.3423*
	0.0225	0.0000	0.0246	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
star	0.0620*	0.1625*	0.0710*	0.1737*	0.0692*	0.1111*	0.1172*
	0.0087	0.0000	0.0021	0.0000	0.0027	0.0000	0.0000
dual	-0.0480*	0.0286	-0.0564*	-0.1202*	0.0062	-0.1367*	0.0619*
	0.0433	0.2176	0.0150	0.0000	0.7877	0.0000	0.0076
age	-0.0199	-0.0451	-0.0993*	0.0465*	0.2064*	0.0234	0.0152
	0.4007	0.0514	0.0000	0.0444	0.0000	0.3123	0.5109
tenure	0.0098	0.2502*	0.0190	0.1604*	0.2300*	0.1194*	0.2340*
	0.6792	0.0000	0.4127	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
privateown	-0.1205*	0.4533*	0.1241*	0.2539*	0.1558*	0.2195*	0.3709*
	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
family	-0.0279	0.4987*	-0.0822*	0.2248*	0.0763*	0.2112*	0.5387*
	0.2382	0.0000	0.0004	0.0000	0.0010	0.0000	0.0000

Se invece si prende in considerazione il Q di Tobin, questa variabile è positivamente e significativamente correlata alla situazione dove il fondatore assume la carica di Chairman

o se la carica di CEO o Chairman viene assunta da un erede di prima generazione, alla presenza di investitori istituzionali nella società ed al rapporto tra dividendi e vendite. Dall'altro lato è negativamente e significativamente correlata alle dimensioni e all'età dell'impresa, all'indebitamento, all'appartenenza al segmento borsistico STAR, all'utilizzo di dual class of shares e alla situazione se un erede di seconda generazione assume il ruolo di CEO o Chairman.

	QTobin	FamFon-A	Lone_F-r	Fond_CdA	Fond_CEO	Fond_C-n	Discen-A
QTobin	1.0000						
FamFondCda	0.0275 0.2468	1.0000					
Lone_Founder	0.1076* 0.0000	0.2739* 0.0000	1.0000				
Fond_CdA	0.0435 0.0667	0.5600* 0.0000	0.4891* 0.0000	1.0000			
Fond_CEO	0.0228 0.3355	0.2915* 0.0000	0.4099* 0.0000	0.5586* 0.0000	1.0000		
Fond_Chair-n	0.0636* 0.0073	0.4518* 0.0000	0.4267* 0.0000	0.8199* 0.0000	0.5065* 0.0000	1.0000	
Discend_CdA	-0.0375 0.1139	0.8180* 0.0000	-0.3291* 0.0000	0.2573* 0.0000	0.0411 0.0750	0.1884* 0.0000	1.0000
Discend_CEO	-0.0276 0.2441	0.4196* 0.0000	-0.1699* 0.0000	-0.1180* 0.0000	-0.2132* 0.0000	-0.1074* 0.0000	0.5136* 0.0000
EredeCEO1s-n	-0.0968* 0.0000	0.2866* 0.0000	-0.1154* 0.0000	0.0638* 0.0057	-0.1449* 0.0000	0.0481* 0.0373	0.3504* 0.0000
EredeCEO2n-n	0.0633* 0.0075	0.2711* 0.0000	-0.1105* 0.0000	-0.2260* 0.0000	-0.1387* 0.0000	-0.1954* 0.0000	0.3322* 0.0000
Discend_Ch-n	-0.0061 0.7959	0.4742* 0.0000	-0.1918* 0.0000	-0.2649* 0.0000	-0.1886* 0.0000	-0.3390* 0.0000	0.5803* 0.0000
EredeCh-tGen	-0.0520* 0.0283	0.3341* 0.0000	-0.1343* 0.0000	-0.1164* 0.0000	-0.1038* 0.0000	-0.2376* 0.0000	0.4084* 0.0000
EredeCh-dGen	0.0504* 0.0336	0.2857* 0.0000	-0.1163* 0.0000	-0.2379* 0.0000	-0.1460* 0.0000	-0.2057* 0.0000	0.3501* 0.0000
CEO_Chairman	0.0418 0.0776	0.1361* 0.0000	0.1240* 0.0000	0.0939* 0.0000	0.3768* 0.0000	0.1388* 0.0000	0.0595* 0.0100
lrsales	-0.0625* 0.0083	-0.2082* 0.0000	-0.1467* 0.0000	-0.2236* 0.0000	-0.2202* 0.0000	-0.1690* 0.0000	-0.1160* 0.0000
firmage	-0.0855* 0.0003	-0.1963* 0.0000	-0.3067* 0.0000	-0.4796* 0.0000	-0.3453* 0.0000	-0.4180* 0.0000	-0.0094 0.6851
leverage1	-0.0691* 0.0037	-0.0358 0.1273	0.0605* 0.0100	-0.0893* 0.0001	-0.0843* 0.0003	-0.0717* 0.0023	-0.0717* 0.0023
instinv	0.0705* 0.0029	-0.3169* 0.0000	0.0519* 0.0246	-0.1718* 0.0000	-0.1377* 0.0000	-0.1229* 0.0000	-0.3423* 0.0000
star	-0.0537* 0.0235	0.1625* 0.0000	0.0710* 0.0021	0.1737* 0.0000	0.0692* 0.0027	0.1111* 0.0000	0.1172* 0.0000
dual	-0.0471* 0.0472	0.0286 0.2176	-0.0564* 0.0150	-0.1202* 0.0000	0.0062 0.7877	-0.1367* 0.0000	0.0619* 0.0076
age	-0.0813* 0.0006	-0.0451 0.0514	-0.0993* 0.0000	0.0465* 0.0444	0.2064* 0.0000	0.0234 0.3123	0.0152 0.5109
tenure	0.0162 0.4939	0.2502* 0.0000	0.0190 0.4127	0.1604* 0.0000	0.2300* 0.0000	0.1194* 0.0000	0.2340* 0.0000
privateown	0.0409 0.0848	0.4533* 0.0000	0.1241* 0.0000	0.2539* 0.0000	0.1558* 0.0000	0.2195* 0.0000	0.3709* 0.0000
family	0.0106 0.6550	0.4987* 0.0000	-0.0822* 0.0004	0.2248* 0.0000	0.0763* 0.0010	0.2112* 0.0000	0.5387* 0.0000

4.2.1 Test delle medie di alcune variabili

Prima di passare direttamente ad eseguire le regressioni può essere utile effettuare dei test d'ipotesi sulle medie di alcune delle principali variabili che saranno prese in esame. Nello specifico viene analizzato se il parametro media presenti o meno una differenza significativa nel caso di Fond_CEO, tra questa e Discendente_CEO, Fond_Chairman (anche in questo caso viene effettuato il confronto con Discendente_Chairman), Fond_CdA, FamFond_CdA e CEO_Chairman. Tranne che per la variabile CEO_Chairman, dove viene preso in esame anche il caso di campione completo, vengono considerate solo le imprese private (variabile $privateown=1$) o imprese famigliari (variabile $family=1$).

I test vengono eseguiti utilizzando un livello di fiducia del 95% e considerando come ipotesi nulla la non presenza di differenze significative nelle medie dei due campioni (quindi ad esempio tra quello dove il fondatore ricopre il ruolo di CEO e dove non lo ricopre), contro l'ipotesi alternativa che siano presenti differenze. I risultati vengono riassunti nelle tabelle sottostanti.

Variabile: Fond_CEO

Considerando le imprese private le differenze significative tra le medie dei due campioni (se il fondatore ricopre il ruolo di CEO o meno) riguardano la presenza di investitori istituzionali, la quota azionaria controllata dall'azionista di maggioranza, il compenso del CEO, le vendite (quindi differenze in dimensioni) ed il leverage. Nello specifico le imprese nelle quali il ruolo di CEO non è assunto dal fondatore hanno una maggiore probabilità di avere investitori istituzionali (e questi detengono una quota proprietaria maggiore) al loro interno, l'azionista di maggioranza detiene una partecipazione azionaria maggiore (circa il 4.5% in più), i CEO hanno in media compensi più elevati (la differenza media in valori reali è di circa 540k€), le dimensioni della società sono maggiori e queste hanno un maggior livello di indebitamento (entrambe le forme di leverage presentate sono significativamente superiori). Le altre variabili proposte non mostrano una differenza significativa al livello considerato, ma considerando le misure di performance le imprese senza il fondatore mostrano un maggiore ROA e ROAEbit, maggior rapporto tra dividendi e vendite e market-to-book ratio, mentre un minor Q di Tobin rispetto alle società dove la carica di CEO è assunta dal fondatore. Infine, è più probabile (anche in questo caso la differenza non è significativa) che le imprese con il fondatore CEO appartengano al segmento STAR rispetto alle controparti (tabella 3).

Restrungendo il campione e quindi considerando solo le imprese famigliari, come sono state definite precedentemente, non si notano grosse differenze (tabella 4). A livello di significatività diventano significative le variabili riportanti la quota azionaria detenuta dagli investitori istituzionali ed il rapporto tra dividendi e vendite. Di conseguenza è più probabile che nelle imprese famigliari dove il fondatore non ricopre il ruolo di CEO vengano distribuiti maggiori dividendi (in un certo senso ci si potrebbe collegare al concetto di benefici privati del controllo) e oltre ad essere maggiormente presenti, gli investitori istituzionali hanno maggior potere nelle decisioni. È interessante notare come in questa situazione la partecipazione azionaria dell'azionista di maggioranza è pressochè simile nei due casi ed

infatti perde la sua significatività. Per quanto riguarda le differenze non significative si può osservare un ROAEbit più elevato e un maggior utilizzo della struttura dual class of shares da parte delle imprese con il fondatore CEO, una maggiore probabilità di appartenere al segmento star ed un valore più elevato della Q di Tobin per le imprese dove il fondatore non ricopre il ruolo di CEO.

if PrivateOwn==1						
	Fond_CEO=0	N oss	Fond_CEO=1	N oss	Differenza	t
Instinv	0,5523	1367	0,4151	277	0,1372	4,1895*
Instshare	16,299	1321	13,49	268	2,809	1,761
Dual	0,3136	1355	0,3105	277	0,0031	0,104
Star	0,3592	1367	0,4079	277	-0,0487	-1,5352
Controllingshare	54,375	1340	49,857	276	4,518	4,0433*
rtotcomp	1024,579	1290	522,6142	251	501,9648	5,2982*
rsales	2073575	1343	288402,1	277	1785172,9	4,3232*
lrsales	13,0609	1343	12,1518	277	0,9091	9,3878*
leverage1	0,4823	1314	0,4356	275	0,0467	3,7186*
leverage2	0,3814	1281	0,3074	271	0,074	4,6375*
ROA	0,0883	1287	0,07997	271	0,00833	1,6899
ROAEbit	0,0479	1283	0,0416	271	0,0063	1,2722
DivSales	0,02643	1302	0,02327	273	0,00316	0,8842
MktBook	2,1405	1273	1,9532	264	0,1873	0,9954
Q Tobin	1,3652	1272	1,3982	264	-0,033	-0,5974

Tabella 3: Test delle medie considerando come variabile di analisi Fond_CEO e come campione di riferimento quello delle imprese private. * indica la significatività al 5%.

if Family==1						
	Fond_CEO=0	N oss	Fond_CEO=1	N oss	Differenza	t
Instinv	0,4387	978	0,2512	199	0,1875	4,9518*
Instshare	11,686	968	7,257	191	4,429	2,5069*
Dual	0,3135	976	0,3568	199	-0,0433	-1,1912
Star	0,4294	978	0,3568	199	0,0726	1,8962
Controllingshare	60,6457	978	60,7799	199	-0,1342	-0,1769
rtotcomp	856,987	951	487,5985	182	369,3885	4,6603*
rsales	936658,7	968	282597,3	199	654061,4	5,7305*
lrsales	12,8639	968	12,1486	199	0,7153	7,5588*
leverage1	0,4721	951	0,4205	197	0,0516	4,0830*
leverage2	0,3731	944	0,3145	195	0,0586	3,1588*
ROA	0,0896	931	0,0855	194	0,0041	0,744
ROAEbit	0,051	928	0,0517	194	-0,0007	-0,1331
DivSales	0,0262	953	0,0176	197	0,0086	2,4611*
MktBook	2,1792	938	1,7651	194	0,4141	1,8592
Q Tobin	1,3837	937	1,311	194	0,0727	1,1074

Tabella 4: Test delle medie considerando come variabile di analisi Fond_CEO e come campione di riferimento quello delle imprese famigliari. * indica la significatività al 5%.

Fondatore-discendenti CEO

Se si confrontano le situazioni dove il fondatore e i discendenti ricoprono la carica di CEO, quello che si può osservare (tabella 5) sono differenze significative tra le medie per quanto riguarda la presenza e la quota detenuta dagli investitori istituzionali, l'utilizzo di dual class

of shares, la quota azionaria posseduta dall'azionista di maggioranza, il compenso del CEO, le dimensioni dell'impresa e l'indebitamento (espresso dal leverage2). Nello specifico le imprese con un discendente CEO hanno minori probabilità di presentare al loro interno investitori istituzionali (sono più "trincerate"), ma possiedono imprese di maggiori dimensioni dove l'azionista di maggioranza detiene una quota superiore ed è più probabile che facciano ricorso ad azioni senza diritto di voto. Anche il compenso dei discendenti è significativamente superiore a quello del fondatore (in media di circa 270k€). Per quanto concerne le misure di performance non sono presenti differenze significative, anche se i discendenti sembrano mostrare valori leggermente superiori per quanto riguarda il ROAEbit, ma inferiori se si considerano le misure di mercato ovvero MktBook e Q di Tobin. Restringendo il campione alle sole imprese famigliari (tabella 6) le differenze "maggiori" riguardano le variabili di performance, anche se continuano a rimanere non significative. Si osservano valori opposti rispetto alla situazione precedente, ovvero i discendenti CEO mostrano valori inferiori per quanto riguarda il ROA ed il ROAEbit, ma superiori considerando DivSales, MktBook e Q Tobin. Una differenza significativa riguarda la quota detenuta dall'azionista di maggioranza, che diventa maggiore all'interno delle imprese con il loro fondatore.

If Privateown==1						
	Disc_CEO=1	N oss	Fond_CEO=1	N oss	Differenza	t
Instinv	0,3393	389	0,4151	277	-0,0758	-1,9998*
Instshare	6,1267	388	13,49	268	-7,3633	-5,3948*
Dual	0,4444	387	0,3105	277	0,1339	3,5197*
Star	0,347	389	0,4079	277	-0,0609	-1,603
Controllingshare	56,8238	382	49,857	276	6,9668	5,6240*
rtotcomp	792,5128	369	522,6142	251	269,8986	3,8053*
rsales	1169759	382	288402,1	277	881356,9	6,6358*
lrsales	12,908	382	12,1518	277	0,7562	8,1919*
leverage1	0,4588	376	0,4356	275	0,0232	1,591
leverage2	0,383	367	0,3074	271	0,0756	3,8621*
ROA	0,0808	373	0,07997	271	0,00083	0,1536
ROAEbit	0,0418	373	0,0416	271	0,0002	0,0301
DivSales	0,023	371	0,02327	273	-0,00027	-0,061
MktBook	1,7555	364	1,9532	264	-0,1977	-1,4724
Q Tobin	1,3202	363	1,3982	264	-0,078	-1,3227

Tabella 5: Test delle medie considerando come variabile di analisi il confronto tra Fond_CEO e Discend_CEO e come campione di riferimento quello delle imprese private. * indica la significatività al 5%.

if Family==1						
	Disc_CEO=1	N oss	Fond_CEO=1	N oss	Differenza	t
Instinv	0,3105	351	0,2512	199	0,0593	1,47
Instshare	4,2636	350	7,257	191	-2,9934	-2,3177*
Dual	0,4473	351	0,3568	199	0,0905	2,0748*
Star	0,3561	351	0,3568	199	-0,0007	-0,0155
Controllingshare	58,967	351	60,7799	199	-1,8129	-2,1635*
rtotcomp	643,8698	339	487,5985	182	156,2713	2,8888*
rsales	945576,1	348	282597,3	199	662978,8	4,7192*
lrsales	12,7772	348	12,1486	199	0,6286	6,4156*
leverage1	0,45	342	0,4205	197	0,0295	1,9592*
leverage2	0,3729	341	0,3145	195	0,0584	2,6455*
ROA	0,08	340	0,0855	194	-0,0055	-0,8451
ROAEbit	0,0405	340	0,0517	194	-0,0112	-1,7735
DivSales	0,0236	345	0,0176	197	0,006	1,5617
MktBook	1,7988	338	1,7651	194	0,0337	0,2411
Q Tobin	1,3405	337	1,311	194	0,0295	0,4732

Tabella 6: Test delle medie considerando come variabile di analisi il confronto tra Fond_CEO e Discend_CEO e come campione di riferimento quello delle imprese famigliari. * indica la significatività al 5%.

Fond_Chairman

Considerando la situazione dove il fondatore ricopre la carica di Chairman sul campione di imprese private (tabella 7) quasi tutti i test presentati sulla differenza tra le medie sono significativi. Nello specifico tali imprese è più probabile che appartengano al segmento borsistico Star e l'azionista di maggioranza detiene una quota azionaria significativamente superiore. Inoltre, si osservano valori significativamente superiori se si considerano come misure di performance il ROA (o ROAEbit) e la Q di Tobin. Dall'altro lato le imprese dove il loro fondatore non detiene il ruolo di Chairman hanno dimensioni significativamente maggiori, al loro interno è più probabile trovare investitori istituzionali e fanno maggior affidamento sul debito per finanziare i loro progetti. Per quanto riguarda anche le variabili non significative al livello considerato le imprese senza il fondatore Chairman distribuiscono una maggiore quantità di dividendi rispetto al valore delle vendite ottenute e mostrano un valore leggermente superiore del market-to-book ratio.

Restringendo il campione alle sole imprese famigliari (tabella 8) non si osservano grosse differenze. Nello specifico perdono la loro significatività le variabili relative alla presenza degli investitori istituzionali e la quota azionaria da loro detenuta e il Q di Tobin (che comunque continua a mostrare un valore superiore per le imprese dove il fondatore detiene il ruolo di Chairman).

if PrivateOwn==1						
	Fond_Chair=0	N oss	Fond_Chair=1	N oss	Differenza	t
Instinv	0,5515	1164	0,475	480	0,0765	2,8323*
Instshare	16,8647	1118	13,3588	471	3,5059	2,6835*
Dual	0,3614	1154	0,1967	478	0,1647	6,2120*
Star	0,3462	1164	0,4188	480	-0,0726	-2,7783*
Controllingshare	52,4937	1144	56,2934	472	-3,7997	-4,1090*
rsales	2237143	1140	654907,9	480	1582235,1	4,6513*
lrsales	13,0519	1140	12,5576	480	0,4943	6,097*
leverage1	0,4844	1114	0,4505	475	0,0339	3,2588*
leverage2	0,3939	1089	0,3086	463	0,0853	6,4867*
ROA	0,0816	1101	0,0995	457	-0,0179	-4,3945*
ROAEbit	0,0403	1097	0,0624	457	-0,0221	-5,375*
DivSales	0,0268	1110	0,0237	465	0,0031	1,039
MktBook	2,1162	1085	2,0893	452	0,0269	0,1724
Q Tobin	1,3395	1084	1,4461	452	-0,1066	-2,3356*

Tabella 7: Test delle medie considerando come variabile di analisi Fond_Chairman e come campione di riferimento quello delle imprese private. * indica la significatività al 5%.

if Family==1						
	Fond_Chair=0	N oss	Fond_Chair=1	N oss	Differenza	t
Instinv	0,4192	792	0,3818	385	0,0374	1,2242
Instshare	10,4333	782	12,042	377	-1,6087	-1,1472
Dual	0,3684	790	0,2234	385	0,145	5,0465*
Star	0,4141	792	0,4234	385	-0,0093	-0,3012
Controllingshare	59,7457	792	62,5667	385	-2,821	-4,6972*
rsales	889877,3	782	693606,2	385	196271,1	2,1243*
lrsales	12,8271	782	12,5689	385	0,2582	3,3472*
leverage1	0,4805	768	0,4284	380	0,0521	5,1681*
leverage2	0,3951	762	0,2983	377	0,0968	6,6086*
ROA	0,0818	762	0,1037	363	-0,0219	-4,9175*
ROAEbit	0,043	759	0,0681	363	-0,0251	-5,8195*
DivSales	0,0256	771	0,023	379	0,0026	0,9267
MktBook	2,1258	759	2,0725	373	0,0533	0,2978
Q Tobin	1,341	758	1,4327	373	-0,0917	-1,7401

Tabella 8: Test delle medie considerando come variabile di analisi Fond_Chairman e come campione di riferimento quello delle imprese famigliari. * indica la significatività al 5%.

Fondatore-discendenti Chairman

Come per la situazione di fondatore e discendenti CEO, vengono confrontate le medie delle variabili considerando le situazioni di fondatore e discendenti Chairman. Nella tabella 9 viene preso in esame il campione delle imprese private e per buona parte vengono confermati i risultati del confronto tra fondatore e discendenti CEO (tabella 5), ovvero i discendenti fanno un maggior utilizzo di dual class of shares, governano imprese di dimensioni maggiori, si basano maggiormente sul debito e al loro interno è meno probabile riscontrare investitori istituzionali. Prendendo in esame le misure di performance, si osservano valori significativamente superiori per i fondatori considerando il ROA e ROAEbit.

Anche il Q di Tobin, MktBook e DivSales sono superiori per i fondatori, però non sono significativi al livello considerato.

Per quanto riguarda il campione delle imprese familiari (tabella 10) la principale differenza riguarda la quota detenuta dall'azionista di maggioranza che diventa in media significativamente superiore nelle imprese con il fondatore Chairman. Per il resto sono confermati i risultati ottenuti considerando l'intero campione delle imprese private.

If Privateown==1						
	Disc_Chair=1	N oss	Fond_Chair=1	N oss	Differenza	t
Instinv	0,3945	469	0,475	480	-0,0805	-2,5075*
Instshare	6,0658	468	13,3588	471	-7,293	-5,8125*
Dual	0,4017	468	0,1967	478	0,205	7,0661*
Star	0,3731	469	0,4188	480	-0,0457	-1,4365
Controllingshare	56,712	469	56,2934	472	0,4186	0,4405
rsales	1732809	460	654907,9	480	1077901,1	3,4140*
lrsales	12,906	460	12,5576	480	0,3484	4,1136*
leverage1	0,4797	452	0,4505	475	0,0292	2,5054*
leverage2	0,4013	447	0,3086	463	0,0927	5,7646*
ROA	0,08	444	0,0995	457	-0,0195	-4,2301*
ROAEbit	0,0406	441	0,0624	457	-0,0218	-4,7140*
DivSales	0,0213	454	0,0237	465	-0,0024	-0,9059
MktBook	1,9933	444	2,0893	452	-0,096	-0,757
Q Tobin	1,356	443	1,4461	452	-0,0901	-1,6887

Tabella 9: Test delle medie considerando come variabile di analisi il confronto tra Fond_Chairman e Discend_Chairman e come campione di riferimento quello delle imprese private. * indica la significatività al 5%.

if Family==1						
	Disc_Chair=1	N oss	Fond_Chair=1	N oss	Differenza	t
Instinv	0,3613	429	0,3818	385	-0,0205	-0,6043
Instshare	4,3241	428	12,042	377	-7,7179	-5,7858*
Dual	0,3855	428	0,2234	385	0,1621	5,0689*
Star	0,3893	429	0,4234	385	-0,0341	-0,9887
Controllingshare	58,9338	429	62,5667	385	-3,6329	-5,3968*
rsales	914886,1	423	693606,2	385	221279,9	1,9613*
lrsales	12,7716	423	12,5689	385	0,2027	2,3599*
leverage1	0,4741	415	0,4284	380	0,0457	3,9126*
leverage2	0,3876	411	0,2983	377	0,0893	5,1946*
ROA	0,0794	410	0,1037	363	-0,0243	-4,6912*
ROAEbit	0,0397	407	0,0681	363	-0,0284	-5,5738*
DivSales	0,0222	418	0,0229	379	-0,0007	-0,2786
MktBook	2,0379	408	2,0725	373	-0,0346	-0,2568
Q Tobin	1,3812	407	1,4327	373	-0,0515	-0,8989

Tabella 10: Test delle medie considerando come variabile di analisi il confronto tra Fond_Chairman e Discend_Chairman e come campione di riferimento quello delle imprese familiari. * indica la significatività al 5%.

Fond_CdA

Considerando la variabile che indica la presenza o meno del fondatore all'interno del Consiglio di Amministrazione si notano molte differenze significative tra le loro medie (tabella 11). Nello specifico le imprese in cui il loro fondatore non è presente all'interno del CdA hanno una maggiore probabilità di avere al loro interno investitori istituzionali, di utilizzare la struttura dual class of shares e di far maggior affidamento sul debito (entrambe le forme di leverage proposte sono significative). Dall'altro lato le imprese con il fondatore all'interno del CdA è più probabile che appartengano al segmento borsistico STAR, l'azionista di maggioranza detenga una quota azionaria superiore (circa il 55% del capitale) e si riscontrino maggiori performance considerando il ROA e ROAEBit (e Q di Tobin, anche se non risulta significativo al livello considerato).

Se si considerano invece solo le imprese familiari (tabella 12) la differenza principale rispetto al campione di imprese private riguarda la variabile DivSales che diventa significativa, indicando che le imprese senza il loro fondatore all'interno del CdA distribuiscono una maggiore quantità di dividendi in rapporto alle vendite. Inoltre, perde la sua significatività la variabile che indica la presenza o meno di investitori istituzionali, anche se risulta sempre più probabile una loro presenza nelle imprese dove il fondatore non ricopre nessuna carica nel Consiglio.

Oltre a questi confronti diretti può essere interessante osservare che le imprese con il fondatore CEO mostrano valori di ROA e ROAEBit inferiori rispetto a quelle dove il fondatore non ricopre questa carica (già visto tabella 3), mentre come notato in precedenza se si considera il fondatore all'interno del CdA vengono mostrati valori superiori e significativi per queste due misure di performance. Di conseguenza è molto probabile un'influenza positiva su queste misure di performance della situazione dove il fondatore ricopre la carica di Chairman (confermato dalle tabelle 7 e 8). Ragionamento simile si verifica se si considera la variabile che indica la quota azionaria posseduta dall'azionista di maggioranza. Anche in questo caso la presenza del fondatore all'interno del CdA mostra un valore della quota significativamente maggiore, mentre questo risultava significativamente inferiore considerando solo la situazione di fondatore CEO.

if PrivateOwn==1						
	Fond_CdA=0	N oss	Fond_CdA=1	N oss	Differenza	t
Instinv	0,5717	1053	0,4535	591	0,1182	4,6358*
Instshare	16,8791	1010	13,9876	579	2,8915	2,3310*
Dual	0,3643	1043	0,2224	589	0,1419	5,9989*
Star	0,321	1053	0,4501	591	-0,1291	-5,2504*
Controllingshare	52,5994	1034	55,3874	582	-2,788	-3,1762*
rsales	2437310	1029	603564,5	591	1833745,5	5,7018*
lrsales	13,1449	1029	12,4885	591	0,6564	8,6312*
leverage1	0,4891	1005	0,4487	584	0,0404	4,0912*
leverage2	0,4	983	0,3139	569	0,0861	6,9144*
ROA	0,0836	994	0,0925	564	-0,0089	-2,2877*
ROAEbit	0,0439	990	0,0519	564	-0,008	-2,0274*
DivSales	0,0266	1002	0,0247	573	0,0019	0,6504
MktBook	2,1279	980	2,0739	557	0,054	0,3654
Q Tobin	1,3489	979	1,4096	557	-0,0607	-1,4002

Tabella 11: Test delle medie considerando come variabile di analisi Fond_CdA e come campione di riferimento quello delle imprese private. * indica la significatività al 5%.

if Family==1						
	Fond_CdA=0	N oss	Fond_CdA=1	N oss	Differenza	t
Instinv	0,4276	711	0,3755	466	0,0521	1,7778
Instshare	9,8289	702	12,6889	457	-2,86	-2,1305*
Dual	0,3921	709	0,2124	466	0,1797	6,5655*
Star	0,3882	711	0,4614	466	-0,0732	-2,4948*
Controllingshare	59,7907	711	62,0076	466	-2,2169	-3,8359*
rsales	957153,3	701	626519,4	466	330633,9	3,7426*
lrsales	12,9039	701	12,4983	466	0,4056	5,5212*
leverage1	0,4875	689	0,427	459	0,0605	6,2691*
leverage2	0,3984	684	0,3099	455	0,0885	6,2820*
ROA	0,0843	684	0,0961	441	-0,0118	-2,7350*
ROAEbit	0,0456	681	0,0596	441	-0,014	-3,3473*
DivSales	0,0273	691	0,0208	459	0,0065	2,4003*
MktBook	2,2268	681	1,9292	451	0,2976	1,7352
Q Tobin	1,3683	680	1,3757	451	-0,0074	-0,1445

Tabella 12: Test delle medie considerando come variabile di analisi Fond_CdA e come campione di riferimento quello delle imprese famigliari. * indica la significatività al 5%.

Variabile: FamFond_CdA

Considerando, invece, come variabile di confronto la presenza o meno della famiglia fondatrice (come già specificato in precedenza si considerano sia i discendenti che il fondatore) all'interno del Consiglio di Amministrazione quello che si può osservare prendendo in esame le sole imprese private (tabella 13) riguarda differenze tra le medie significative sulla presenza degli investitori istituzionali e la loro quota azionaria, l'appartenenza al segmento borsistico STAR, la quota detenuta dall'azionista di maggioranza, il rapporto di indebitamento (in entrambe le forme proposte), il valore di mercato ed il rapporto tra dividendi e vendite. Nello specifico le imprese senza nessun

membro della famiglia fondatrice all'interno del CdA mostrano una maggiore probabilità riguardante la presenza degli investitori istituzionali al loro interno e questi detengono una quota maggiore (la differenza è di circa il 13.5 %), hanno maggiori livelli di indebitamento e valore di mercato e distribuiscono una quantità più elevata di dividendi in rapporto alle vendite. Dall'altro lato le differenze significative riguardano il fatto che le imprese con un membro della famiglia fondatrice all'interno del Consiglio di Amministrazione hanno una maggiore probabilità di appartenere al segmento borsistico STAR e l'azionista di maggioranza al loro interno possiede una quota più elevata. Considerando anche le differenze non significative al livello considerato, quello che si osserva è che le imprese senza la famiglia fondatrice mostrano maggiori misure di performance espresse sotto forma di ROA e Market-to-book ratio, mentre un valore inferiore se si prende in esame la Q di Tobin ed il ROAEbit.

Come nelle situazioni illustrate precedentemente se si restringe il campione e si considerano solamente le imprese famigliari (tabella 14), in termini di significatività le differenze rispetto a considerare tutte le imprese private riguardano l'appartenenza al segmento borsistico STAR, il valore della quota detenuta dall'azionista di maggioranza e alla valutazione dell'impresa offerta dal mercato (variabile market-to-book ratio). Le prime due variabili perdono la loro significatività mentre questa viene acquisita dal market-to-book ratio indicando una maggiore valutazione positiva offerta dal mercato alle imprese che non includono la famiglia fondatrice all'interno del loro CdA. Per quanto riguarda invece le differenze precedentemente non significative che rimangono tali, queste riguardano l'utilizzo della struttura dual class of shares ed il ROAEbit che assumono valori superiori all'interno delle imprese con fondatori o discendenti nel Consiglio di Amministrazione.

if PrivateOwn==1						
	FamFond_CdA=0	N oss	FamFond_CdA=1	N oss	Differenza	t
Instinv	0,6975	529	0,4493	1115	0,2482	9,6783*
Instshare	25,2107	486	11,6903	1103	13,5204	10,7932*
Dual	0,3103	522	0,3144	1110	-0,0041	-0,1652
Star	0,3138	529	0,3928	1115	-0,079	-3,1122*
Controllingshare	48,8553	511	55,7992	1105	-6,9439	-7,7810*
rsales	2196458	518	1567090	1102	629368	1,8792
lrsales	13,2336	518	12,7512	1102	0,4824	6,0773*
leverage1	0,4886	502	0,4676	1087	0,021	2,0490*
leverage2	0,3928	485	0,3574	1067	0,0354	2,6947*
ROA	0,0872	500	0,0867	1058	0,0005	0,1286
ROAEbit	0,046	499	0,0472	1055	-0,0012	-0,3081
DivSales	0,0311	498	0,0235	1077	0,0076	2,6267*
MktBook	2,2884	485	2,0253	1052	0,2631	1,7239
Q Tobin	1,3532	485	1,379	1051	-0,0258	-0,5752

Tabella 13: Test delle medie considerando come variabile di analisi FamFond_CdA e come campione di riferimento quello delle imprese private. * indica la significatività al 5%.

if Family==1						
	FamFond_CdA=0	N oss	FamFond_CdA=1	N oss	Differenza	t
Instinv	0,5255	255	0,3742	922	0,1513	4,3846*
Instshare	16,1848	246	9,5479	913	6,6369	4,1594*
Dual	0,3608	255	0,3098	920	0,051	1,544
Star	0,4196	255	0,4165	922	0,0031	0,0894
Controllingshare	60,2281	255	60,7901	922	-0,562	-0,8145
rsales	982504,8	252	781782,8	915	200722	1,9004
lrsales	13,045	252	12,658	915	0,387	4,4017*
leverage1	0,4924	248	0,4552	900	0,0372	3,1917*
leverage2	0,4188	247	0,3476	892	0,0712	4,2124*
ROA	0,0892	248	0,0888	877	0,0004	0,0696
ROAEbit	0,0513	248	0,051	874	0,0003	0,0596
DivSales	0,0328	248	0,0225	902	0,0103	3,2438*
MktBook	2,5408	247	1,9875	885	0,5533	2,7273*
Q Tobin	1,3392	247	1,3802	884	-0,041	-0,6843

Tabella 14: Test delle medie considerando come variabile di analisi FamFond_CdA e come campione di riferimento quello delle imprese famigliari. * indica la significatività al 5%.

CEO_Chairman

L'ultima variabile considerata riguarda la duality CEO-Chairman ed in questo caso viene in un primo momento considerato tutto il dataset, mentre successivamente questo si restringe (come in precedenza) a considerare solo le imprese private e quelle famigliari. Nella prima situazione (tabella 15) dove è presente questa concentrazione di ruoli, le imprese adottano un significativo maggior uso di dual class of share, l'azionista di maggioranza detiene una maggiore quota, è meno probabile trovare investitori istituzionali, le dimensioni dell'impresa sono minori, il compenso del CEO ed il ricorso all'indebitamento sono inferiori. Per quanto riguarda le misure di performance, l'unica differenza significativa riguarda il ROA che è significativamente maggiore dove le cariche di CEO e Chairman sono separate. Considerando anche le differenze non significative vengono mostrati valori superiori nelle performance di mercato (MktBook e Q di Tobin) e maggiore probabilità di appartenere al segmento borsistico STAR dove è presente questa concentrazione di cariche.

Ragionando sul campione delle sole imprese private (tabella 16) perdono la loro significatività, nonostante non si verifichino cambiamenti nei ragionamenti, la quota detenuta dagli investitori istituzionali, il livello di indebitamento (nella forma leverage2) ed il ROA, mentre viene acquisita dal Q di Tobin. Altri cambiamenti, anche se non significativi riguardano l'appartenenza al segmento borsistico STAR che diventa più probabile per le imprese dove le due cariche sono separate e la variabile DivSales che registra valori leggermente superiori nel caso di CEO-Chairman.

Restringendo ulteriormente il campione e considerando solo le imprese famigliari (tabella 17) rispetto alla situazione precedente le uniche due differenze che si verificano riguardano il fatto che il rapporto di indebitamento (nella forma leverage2) diventa nuovamente significativo ed è maggiore per le imprese dove è presente una separazione tra le due

cariche, mentre perde la sua significatività la variabile che esprime la Q di Tobin (senza tuttavia cambiare il senso del ragionamento).

	CEO_Chairman=0	N oss	CEO_Chairman=1	N oss	Differenza	t
Instinv	0,6161	1326	0,4872	548	0,1289	5,1745*
Instshare	21,1412	1291	17,4032	506	3,738	2,7001*
Dual	0,2325	1316	0,4752	545	-0,2427	-10,6690*
Star	0,3198	1326	0,354	548	-0,0342	-1,4348
Controllingshare	51,0877	1304	54,5626	541	-3,4749	-3,9198*
rtotcomp	1015,019	1254	828,8082	512	186,2108	2,5461*
rsales	3823050	1308	1017325	540	2805725	4,9604*
lrsales	13,1951	1308	12,6708	540	0,5243	6,0971*
leverage1	0,4735	1280	0,4721	531	0,0014	0,1509
leverage2	0,3798	1253	0,3549	519	0,0249	2,0063*
ROA	0,0928	1254	0,0823	527	0,0105	2,7333*
ROAEbit	0,051	1250	0,045	527	0,006	1,5901
DivSales	0,0313	1274	0,0276	527	0,0037	1,135
MktBook	1,962	1247	2,19	512	-0,228	-1,6513
Q Tobin	1,3396	1246	1,4058	512	-0,0662	-1,5446

Tabella 15: Test delle medie considerando come variabile di analisi CEO_Chairman. * indica la significatività al 5%.

if PrivateOwn==1						
	CEO_Chairman=0	N oss	CEO_Chairman=1	N oss	Differenza	t
Instinv	0,566	1136	0,4469	508	0,1191	4,4979*
Instshare	16,152	1111	15,0667	478	1,0853	0,8325
Dual	0,252	1127	0,4495	505	-0,1975	-8,1070*
Star	0,3706	1136	0,3602	508	0,0104	0,4025
Controllingshare	52,8712	1115	55,2333	501	-2,3621	-2,59*
rtotcomp	1009,746	1069	791,2387	472	218,5073	2,8607*
rsales	2262266	1120	661920	500	1600346	4,7608*
lrsales	13,0613	1120	12,5563	500	0,505	6,3077*
leverage1	0,4737	1098	0,4755	491	-0,0018	-0,1789
leverage2	0,3746	1073	0,3547	479	0,0199	1,5077
ROA	0,0884	1071	0,0834	487	0,005	1,2449
ROAEbit	0,0477	1067	0,0449	487	0,0028	0,6707
DivSales	0,0254	1088	0,027	487	-0,0016	-0,5138
MktBook	2,039	1065	2,265	472	-0,226	-1,4693
Q Tobin	1,3449	1064	1,4296	472	-0,0847	-1,8794

Tabella 16: Test delle medie considerando come variabile di analisi CEO_Chairman e come campione di riferimento quello delle imprese private. * indica la significatività al 5%.

if family==1						
	CEO_Chairman=0	N oss	CEO_Chairman=1	N oss	Differenza	t
Instinv	0,4381	792	0,3429	385	0,0952	3,1318*
Instshare	10,41769	785	12,0878	374	-1,67011	-1,1886
Dual	0,2481	790	0,4701	385	-0,222	-7,8439*
Star	0,4318	792	0,387	385	0,0448	1,4626
Controllingshare	60,1806	792	61,672	385	-1,4914	-2,4666*
rtotcomp	868,5389	767	649,0936	366	219,4453	3,5115*
rsales	1020508	782	428273,5	385	592234,5	6,5128*
lrsales	12,8824	782	12,4565	385	0,4259	5,5654*
leverage1	0,4688	767	0,4522	381	0,0166	1,6273
leverage2	0,3727	762	0,3436	377	0,0291	1,9547*
ROA	0,0915	749	0,0838	376	0,0077	1,7305
ROAEbit	0,0525	746	0,0484	376	0,0041	0,9444
DivSales	0,0233	770	0,0275	380	-0,0042	-1,4982
MktBook	2,1	758	2,125	374	-0,025	-0,143
Q Tobin	1,3691	757	1,3756	374	-0,0065	-0,1236

Tabella 17: Test delle medie considerando come variabile di analisi CEO_Chairman e come campione di riferimento quello delle imprese famigliari. * indica la significatività al 5%.

Per concludere, i risultati proposti non mostrano risultati del tutto sorprendenti (qualche considerazione in più è tuttavia necessaria per la situazione di CEO-Chairman), nel senso che ad esempio, è abbastanza prevedibile che nelle imprese dove la carica di CEO (e/o Chairman) è detenuta dal fondatore (o un discendente) è meno probabile riscontrare la presenza di investitori istituzionali, ma un maggior utilizzo di dual class of shares visto il desiderio di mantenere il controllo dell'impresa all'interno della società (ragionamento simile vale per la situazione di CEO-Chairman). Dall'altro lato ci si sarebbe potuti aspettare un maggior ricorso all'indebitamento per queste tipologie di imprese, nuovamente per il loro desiderio di non diluire la loro quota azionaria. Tuttavia, ciò non viene confermato in questi test.

Il risultato di compensi inferiori per i CEO famigliari possono essere strettamente legati ai benefici non monetari di ricoprire tale carica all'interno di un'azienda legata da una tradizione familiare, anche se di dimensioni inferiori rispetto alle altre.

Per quanto riguarda le considerazioni relative alle misure di performance, anche se verranno analizzate con un dettaglio maggiore durante la regressione può essere utile sottolineare qualche aspetto riguardante principalmente lo stato di CEO-Chairman. Per quanto riguarda le "misure di mercato" (Q di Tobin e MktBook) vengono proprio mostrati valori superiori dove è presente questa unione di cariche nonostante le raccomandazioni del Codice di Autodisciplina, mentre questa situazione viene penalizzata nelle misure di bilancio (ROA e ROAEbit che riportano valori inferiori). Quindi sembrerebbe che al mercato vada bene questa situazione, mentre viene vista come negativa all'interno della società stessa.

4.3 Studi Precedenti

La relazione tra le performance e la founding ownership oggetto d'analisi in questo elaborato, anche se in differenti forme e includendo differenti variabili, è già stata

considerata ed analizzata da una buona parte della letteratura e spesso ha offerto risultati contrastanti. Come già osservato nei capitoli precedenti, da un lato la concentrazione proprietaria può portare a migliori performance (Berle e Means 1932; Jensen e Meckling 1976), ma dall'altro restrizioni di capitali, litigi intergenerazionali, arroccamento esecutivo e nepotismo possono tradursi in ostacoli per le performance (Chandler, 1990; Gomez-Mejia et al., 2003; Shulze et al., 2001, 2003).

La prima evidenza empirica presa in esame è quella di Anderson e Reeb pubblicata sul "The Journal of Finance" nel giugno del 2003⁸¹. I due studiosi hanno investigato la relazione tra le performance (considerando come misura di contabilità il ROA e di mercato la Q di Tobin) e la presenza della famiglia fondatrice nelle imprese presenti in Standard & Poor's 500 tra il 1992 ed il 1999 escludendo banche e imprese appartenenti ai servizi pubblici. Il risultato al quale giungono è che le imprese famigliari hanno performance migliori rispetto alle controparti non famigliari, indipendentemente dalla misura di performance utilizzata.

Entrando leggermente più nel dettaglio e dividendo tra le due misure di performance, analizzano anche se si osservano le prestazioni migliori solo nelle imprese famigliari più giovani (età inferiore ai 50 anni), considerando il fondatore come portatore all'interno dell'impresa di abilità uniche e di valore (quindi quando un'impresa diventa più vecchia dovrebbe disporre meno di questo contributo del fondatore). In realtà, anche se le imprese giovani mostrano un impatto maggiore entrambi i tipi di impresa hanno un'associazione positiva con il ROA e Q di Tobin, suggerendo che indipendentemente dall'età dell'impresa le imprese famigliari hanno performance migliori rispetto alle controparti non famigliari.

Come ultima analisi analizzano anche se i risultati superiori delle imprese famigliari sono una funzione attiva del coinvolgimento familiare nel management (quindi includono variabili per indicare se il CEO è fondatore, discendente o outsider). Per quanto riguarda le misure di contabilità, le imprese famigliari sembrano avere performance migliori solo quando un membro familiare ricopre il ruolo di CEO. Il coefficiente stimato per il CEO assunto non è significativo mentre quelli stimati per il CEO fondatore e discendente sono positivi e significativi, indicando che un coinvolgimento familiare attivo nelle posizioni di management è associato con un miglioramento delle performance. Considerando invece il Q di Tobin quello che notano è che, anche in questo caso, il fondatore è associato ad un maggior valore d'impresa, ma anche i CEO assunti hanno un'associazione positiva e significativa con il Q di Tobin, mentre i CEO discendenti non sono correlati alle performance di mercato.

In contrasto a questo studio, ad esempio Morck et al. (2000) basandosi su dati di imprese canadesi forniscono evidenza di come il controllo familiare (i risultati non sono influenzati dal fatto di avere il fondatore, un erede o un manager professionista come CEO) deteriora le performance dell'impresa, infatti le imprese ad azionariato diffuso mostrano prestazioni migliori. Nonostante questo, la scoperta più sorprendente effettuata da Morck è la mancata evidenza di orizzonti di investimento/decisionali a lungo termine. Le imprese

⁸¹ Paper: "Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500" di Anderson e Reeb, 2003. Journal of Financial Economics.

famigliari investono meno in spese di ricerca e sviluppo ed hanno un numero minore di impiegati rispetto alle controparti.

Per quanto riguarda l'Europa, un interessante studio è quello di Benjamin Maury⁸² il quale prende in esame un campione di 1672 imprese di 13 Paesi dell'Europa Occidentale⁸³ ed analizza le performance delle imprese sottoposte ad un controllo familiare in contrasto alle imprese con azionista di controllo non familiare.

Il principale risultato è che le imprese controllate dalle famiglie hanno maggiori performance d'impresa e devono sostenere minori costi d'agenzia rispetto alle imprese controllate da altri tipi di proprietari.

Nello specifico il controllo familiare è associato ad una valutazione di mercato superiore di circa il 7% (come misura di riferimento viene utilizzata il Q di Tobin) mentre la profittabilità risulta superiore del 16% (misurata tramite il ROA) rispetto ad imprese controllate da proprietari non familiari.

Suddividendo tra controllo familiare attivo (ovvero se la famiglia detiene almeno o la carica di CEO o quella di Chairman) e passivo, Maury osserva che al primo caso è associato un maggiore aumento della profittabilità e quindi dell'efficienza, mentre questa differenza non è presente quando si considera la valutazione dell'impresa offerta dal mercato. Il "premio di valore" è principalmente associato alle compagnie che offrono una maggiore protezione ai loro azionisti contro l'opportunismo familiare (questi benefici tendono a scomparire quando agli azionisti di minoranza viene offerta una scarsa protezione legale). A sostegno di ciò, viene osservato che bassi livelli di controllo familiare portano ad un miglioramento della valutazione dell'impresa, mentre i rapporti di redditività iniziano ad aumentare a livelli di controllo più elevati. Quindi viene ulteriormente confermato che la proprietà familiare riduce il classico problema d'agenzia tra proprietari e manager, ma a livelli di controllo elevati aumenta il potenziale di opportunismo familiare ed in particolare la valutazione dell'impresa inizia a diminuire.

Quindi secondo Maury, i risultati riscontrati in questo campione di imprese sembrano essere in linea con quelli delle imprese statunitensi, le quali sono presenti all'interno di un mercato ben regolamentato. Di conseguenza, in ambienti ben regolati la proprietà familiare non sembra danneggiare gli azionisti di minoranza, ma invece potrebbe portare a loro un vantaggio. Sfruttando questo, ovvero un miglioramento nella tutela offerta agli azionisti di minoranza, i guadagni di efficienza derivanti da un controllo familiare attivo possono tradursi in una valutazione aziendale più elevata in grado di offrire vantaggi a tutti gli azionisti.

Seguendo Andersson et al. (2017) che attraverso un campione di imprese svedesi avevano mostrato che le imprese familiari svedesi hanno performance migliori rispetto alle controparti non familiari, Berzins, Bøhren, Stacescu analizzano un campione di imprese

⁸² Paper: "Family ownership and firm performance: empirical evidence from Western European Corporations" di Maury, 2006. Journal of Corporate Finance.

⁸³ Nello specifico i Paesi inclusi sono Austria (46 imprese), Belgio (30), Finlandia (73), Francia (209), Germania (259), Irlanda (39), Italia (59), Norvegia (76), Portogallo (9), Spagna (58), Svezia (104), Svizzera (75) e UK (635).

norvegesi nel periodo temporale compreso tra il 2000 e 2015⁸⁴. Il risultato al quale giungono, anche loro, comparando il ROA (ma stessi risultati vengono ottenuti considerando il ROE o il ROIC) è che le imprese sottoposte al controllo familiare sono una forma organizzativa efficiente, infatti i benefici economici eccedono i costi. Nello specifico a questa tipologia di imprese è associato un “performance premium” stabile lungo tutto il ciclo economico, infatti il ROA è circa l’1.8% più elevato rispetto alle controparti non famigliari.

Aspetti che vengono analizzati più nel dettaglio riguardano il fatto che questo “premium” è più elevato quando il ruolo di CEO viene ricoperto da un membro familiare, ovvero dove è presente un coinvolgimento attivo della famiglia di controllo all’interno della governance. Infatti, viene sottolineata una differenza di performance tra le imprese controllate da investitori “esterni” e quelle controllate dalle famiglie (superiori per quest’ultime visto che i membri famigliari possono disporre di speciali skills portatrici di valore superiore). Analizzando solamente le imprese famigliari osservano come un singolo proprietario familiare può portare a performance superiori rispetto al caso di proprietari famigliari multipli, probabilmente a causa di minori problemi di coordinamento e conflitti che potrebbero tradursi in una riduzione della qualità della governance.

Un ulteriore confronto effettuato tra le imprese famigliari giovani e quelle non famigliari riguarda che le prime sono create in previsione di performance alte e stabili nel corso del tempo (quindi diventano più redditizie in età precoce), mentre le seconde optano per una crescita più elevata dopo un periodo temporale anche di minori performance. In sostanza, la maggiore redditività delle imprese famigliari può venire a scapito di una crescita nel lungo periodo.

Infine, ulteriori due aspetti sono relativi al fatto che le imprese famigliari ogni volta che si presenta l’occasione preferiscono finanziarie i progetti in proprio invece che disperdere la ricchezza con altri investitori ottenendo quindi un maggior “premium” e che una maggiore ricchezza disponibile può talvolta essere associata ad associata ad un minor “premium”. Questo perché se sono presenti vincoli finanziari, vengono finanziati realmente solo i progetti più profittevoli in relazione al possibile rischio e quindi si evita un maggiore spreco di risorse.

Per quanto riguarda l’Italia, oltre allo studio già illustrato nel secondo capitolo di Cucculelli e Micucci dove era stato riscontrato un effetto fondatore positivo seguito da una caduta nelle valutazioni di mercato a seguito della successione, Favero, Giglio, Honorati e Panunzi⁸⁵ analizzano le performance (come sempre sia attraverso misure di contabilità che di mercato) di un campione di 246 imprese italiane quotate considerando come periodo temporale quello tra il 1998 ed il 2003. Il loro campione conferma la predominanza delle imprese famigliari all’interno del contesto italiano, infatti più della metà manifesta la tendenza a mantenere il controllo all’interno della famiglia (tuttavia, quando aumentano

⁸⁴ Paper: “The Performance Premium of Family Firms: Evidence from Population Data” di Berzins, Bohren, Stacescu, 2018.

⁸⁵ Paper: “The performance of Italian Family Firms” di Favero, Giglio, Honorati e Panunzi, 2006. Pubblicato su ECGI Working Paper Series in Finance.

le dimensioni dell'impresa diventa comunque più probabile la nomina di un manager esterno).

Il risultato principale al quale giungono sono performance superiori per le imprese famigliari (identificate come tali se l'azionista di controllo è una famiglia, ovvero se possiede una quota superiore al 24.9% dell'azienda) sia considerando misure di contabilità (ROA) che di mercato (Q di Tobin o ritorni azionari).

In aggiunta viene anche verificata la nozione (già diverse volte ripresa) che i fondatori sono portatori unici di skills di valore, mentre gli eredi non possiedono capacità in grado di aumentare il valore. Tuttavia, considerando il ROA tutti i tipi di imprese famigliari (quindi non solo quelle guidate dal fondatore) mostrano performance superiori rispetto alle controparti non famigliari. Di conseguenza la nozione teorica viene confermata solo in parte, visto che anche gli eredi sono in grado di ottenere buone performance.

Considerando invece la Q di Tobin (o i rendimenti azionari), performance superiori si osservano proprio solo se il fondatore detiene il controllo.

I risultati proposti sono quindi in linea con quelli di Sraer e Thesmar (2006), i quali hanno preso in considerazione un campione di imprese francesi. Tutte le forme di imprese famigliari mostrano performance di contabilità superiori mentre utilizzando le misure di mercato solo le imprese controllate dal fondatore mostrano performance maggiori rispetto alle controparti non famigliari.

Tuttavia, se si utilizza un modello dinamico (considerando anche le performance di due intervalli ritardati) quando vengono prese in esame le misure di mercato i risultati ottenuti dagli autori confermano ed hanno un grado di significatività maggiore rispetto a quelli ottenuti con il ROA.

Per concludere, un paper molto interessante è quello di Miller, Le Breton-Miller, Lester e Cannella Jr⁸⁶, dove gli autori sottolineano principalmente due aspetti molto interessanti. Il primo riguarda il fatto che la maggior parte degli studi precedenti ha sempre considerato nella stessa categoria i "lone founders" ed i "family founders" rendendo quindi praticamente impossibile separare gli effetti sulle performance di queste due categorie. Per provare a ricercare le differenze, gli autori del paper considerano come imprese "lone-founder" quelle dove in cui sono presenti uno o più fondatori che non hanno parenti coinvolti nel business e imprese "family" quelle dove sono presenti contemporaneamente più membri famigliari come proprietari o manager. La differenza principale è che le imprese famigliari con al loro interno più membri famigliari come proprietari o manager possono, indipendentemente dalla generazione, affrontare condizioni di governance più ingombranti (specialmente per quanto riguarda la successione) rispetto alle imprese "lone-founder".

Prendendo in esame imprese di Fortune 1000 (500 imprese industriali e 500 di servizi) nell'intervallo temporale compreso tra gli anni 1996 e 2000 e considerando il Q di Tobin come misura di mercato delle performance, il risultato al quale giungono è appunto che

⁸⁶ Paper: "Are family firms really superior performers?" di Miller, Le Breton-Miller, Lester e Cannella, 2007. Journal of Corporate Finance 13.

solo le imprese “lone-founder” mostrano performance nettamente migliori rispetto alle imprese ad azionariato diffuso, mentre queste performance superiori non si manifestano considerando in generale le imprese famigliari (neanche se si considera solamente la prima generazione) .

Il secondo e fondamentale risultato al quale giungono è che non bisogna sovra generalizzare le scoperte basate sui campioni di grosse dimensioni (ovvero quelli presi in esame dalla maggior parte degli studi empirici) a quelli di dimensioni inferiori. A tal proposito per analizzare la potenziale distorsione nella scelta del campione, gli autori considerano un campione casuale di cento imprese statunitensi quotate in borsa. Il risultato al quale giungono è che all’interno di questo campione, né le imprese “lone-founder”, né le imprese “family” mostrano performance superiori rispetto alle altre categorie di imprese, sebbene le “lone-founder”, le “family” e le “altre categorie” di questo campione casuale manifestino performance migliori rispetto a quelle appartenenti a Fortune 1000.

Quindi bisogna sempre tenere in considerazione che le performance aziendali possono variare a seguito della natura del campione preso in esame.

4.3.1 Studio alternativo

Un’analisi leggermente differente è stata effettuata da Cucculelli, Mannarino, Pupo, Ricotta (2014)⁸⁷ i quali, prendendo un campione di imprese manifatturiere italiane nel periodo 2004-2006⁸⁸, hanno valutato empiricamente se le imprese famigliari (considerando tali quelle controllate o possedute da un individuo o una famiglia) sono più o meno produttive rispetto alle imprese gestite da un manager esterno. Il loro obiettivo era appunto di comprendere se la forma organizzativa di business familiare è intrinsecamente inefficiente (come assume una buona parte della letteratura) o se il livello di efficienza riflette piuttosto il ciclo di vita dell’impresa, guidato da fattori imprenditoriali. Sull’argomento sono presenti pochi altri studi, Palia e Lichtenberg (1999), Martikainen, Nikkinen e Vahamaa (2009) hanno riscontrato un effetto positivo delle imprese famigliari americane sulla produttività, mentre Bart, Gulbrandsen e Schone (2005) una relazione negativa tra una gestione familiare e la produttività aziendale in Norvegia.

Nella loro analisi gli autori hanno esaminato la relazione tra il management familiare e la produttività totale dei fattori (TFP⁸⁹) in modo da valutare l’efficienza aziendale, prendendo in considerazione anche l’impatto dell’età dell’impresa. L’idea generale sulla quale si basano è che le imprese famigliari possano beneficiare di un processo di apprendimento

⁸⁷ Paper: “owner-management, firm age, and productivity in Italian family firms” di Cucculelli, Mannarino, Pupo, Ricotta, 2014. Journal of small business management.

⁸⁸ I dati disponibili provengono da un sondaggio presente in Xth Unicredit-Capitalia. Il sondaggio ha considerato un campione di imprese con 11-500 impiegati e tutte le imprese con più di 500 impiegati. Conteneva informazioni sulla struttura proprietaria, forza lavoro, investimenti in capitale fisico e tecnologico ed il grado di internalizzazione.

⁸⁹ TFP è stato stimato seguendo l’approccio di Levinshon e Petrin (2003). La produttività è stata stimata usando la seguente specificazione log-lineare: $y_{it} = \beta_0 + \beta_K^{MAT} k_{it}^{MAT} + \beta_{lit} + u_{it}$ dove y rappresenta il valore aggiunto, l il numero di impiegati, k^{MAT} lo stock di capitale fisico, β_0 l’efficienza media, u_{it} il termine d’errore.

legato all'età, che le aiuti a migliorare l'efficienza maggiormente nel tempo rispetto alle imprese non familiari. Questo perché i CEO assunti in imprese non familiari solitamente iniziano con una serie di competenze e abilità già allineate con le necessità dell'impresa all'inizio del loro mandato (il Consiglio di amministrazione cerca proprio qualcuno le cui esperienze e competenze siano in linea con le condizioni che l'impresa deve affrontare in quel momento specifico) e quindi si prevede un impatto negativo dell'invecchiamento sulle prestazioni aziendali nel tempo, a meno che il CEO assunto non disponga di capacità di apprendimento eccezionali che gli consentano di ridefinire l'approccio da utilizzare man mano che l'ambiente esterno cambia.

Dall'altra parte, nella maggior parte dei casi i fondatori ed i successori familiari iniziano con un considerevole deficit di conoscenza ed imparano a gestire l'azienda nel corso del tempo e la loro esperienza, subordinata ad una solida sopravvivenza, cresce con l'età. Quindi il processo di apprendimento inizia dopo la fondazione ed aumenta con il passare del tempo, portando l'impresa in un rapporto più stretto con le condizioni di mercato. A tal proposito Geroski (1995) sostiene che la crescita e la sopravvivenza delle imprese dipendono proprio dalla loro capacità di conoscere l'ambiente e di collegare la loro strategia in atto ai cambiamenti dell'ambiente.

Il risultato al quale giungono con la loro analisi econometrica è che le imprese gestite dalla famiglia sono proprio meno produttive (3.5-5%) rispetto alle controparti non familiari (impatto negativo del management familiare sull'efficienza, misurata tramite TFP). Tuttavia, quando viene presa in considerazione l'età dell'impresa, queste differenze tendono a diminuire, ovvero l'effetto negativo del management familiare sul TFP tende a svanire. Le imprese familiari man mano che maturano mostrano un significativo miglioramento nel livello di efficienza rispetto a quelle non familiari, confermando il fatto che i manager familiari sono in grado di adattarsi con successo alle mutevoli condizioni dei settori nei quali operano nel corso del tempo. Pertanto, routine e processi ben definiti appaiono come un target cruciale per le generazioni successive di manager familiari, i quali aspirano all'efficienza quando si occupano dell'interazione tra gli aspetti organizzativi della compagnia con l'ambiente economico. Nel corso del tempo diventano specializzati e trovano la via per standardizzare, coordinare e velocizzare i loro processi di produzione ed allo stesso tempo ridurre i costi e migliorare la qualità. Tutti questi processi dipendenti dal tempo è più probabile che siano osservati in quelle imprese che sono capaci a cogliere i benefici di una continuità dei fattori manageriali nel tempo, come proprio le imprese familiari. Queste osservazioni sono anche consistenti con la visione che le imprese familiari più anziane si focalizzano maggiormente sulla produttività rispetto all'innovazione, in quanto sono meno concentrate a cogliere le opportunità di mercato rispetto le controparti non familiari (Cucculelli & Marchionne, 2012). Infine, sempre in accordo con le nozioni teoriche, con l'aumentare dell'età dell'impresa viene osservato un declino nell'efficienza nelle imprese non familiari, confermando un possibile progressivo declino nelle performance dei manager esterni nel corso del tempo a causa del non più allineamento delle loro competenze con le richieste aziendali, come invece era presente al momento della loro assunzione.

4.4 Modello di analisi

4.4.1 Performance-Founder

Vista la natura longitudinale dei dati (146 imprese con osservazioni disponibili dal 2000 al 2017), l'utilizzo di una regressione OLS fornirebbe stime distorte ed inconsistenti a causa della presenza di effetti "firm-specific" omessi.

Inoltre, è possibile anche che studi empirici relativi a misure di performance in base alle caratteristiche della ownership siano affetti da endogeneità causata da variabili omesse nell'analisi di regressione⁹⁰. Nel caso specifico delle imprese familiari, la relazione osservata tra la ownership familiare e le performance potrebbe essere il risultato di una causalità inversa. In sostanza è la ownership familiare che porta ad un miglioramento (peggioramento) delle performance oppure sono alte (basse) performance che portano ad una ownership familiare di lunga (breve) durata?

Di conseguenza per provare a mitigare/risolvere questi due principali problemi, come suggerito da Himmelberg, Hubbard e Palia (1999)⁹¹ viene utilizzato il modello ad effetti-fissi (il quale rappresenta lo strumento principale per l'analisi di regressione di dati panel) che consente di prendere esame le caratteristiche inosservate specifiche delle imprese che non cambiano nel corso del tempo (stimatore within).

L'idea chiave di questa tipologia di regressione è che se una variabile omessa non varia nel corso del tempo, allora qualsiasi variazione della variabile dipendente nel tempo non può essere causata dalla variabile omessa. Inoltre, il modello ad effetti fissi consente di controllare per altri fattori inosservati ed omessi; vengono anche aggiunte le variabili temporali per considerare i comuni fattori time-specific che influenzano le società nell'anno di riferimento. Infine, gli errori standard sono robusti all'eteroschedasticità e clusterizzati a livello d'impresa.

Considerando queste premesse, il modello utilizzato per valutare la relazione founder ownership-performance è il seguente:

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1(\text{fondatore}) + \beta_2(\text{variabili di controllo}) + \beta_3(\text{variabili dummy temporali}) + \epsilon_{it}$$

dove $i=1, \dots, 146$, ovvero la società i -esima; $t=2000, \dots, 2017$, l'anno t in questione.

⁹⁰ Con endogeneità si identifica la covarianza tra la variabile dipendente e quella indipendente anche in assenza di causazione. Quindi si è in presenza di una relazione spuria che comporta coefficienti distorti, dove sia la variabile dipendente che quella indipendente sono influenzate da altre variabili.

⁹¹ Paper: "Understanding the determinant of managerial ownership and the link between ownership and performance" di Himmelberg, Hubbard e Palia, 1999. Journal of Financial Economics. Inoltre, nel paper viene proposto anche un esempio per comprendere meglio l'endogeneità. Se si considerano due imprese identiche con la sola differenza che una opera con un livello più alto di risorse intangibili, i proprietari di questa impresa richiederanno un livello più elevato di managerial ownership per allineare i loro interessi, visto che le risorse intangibili sono difficili da monitorare. Inoltre, questa società mostrerà anche un valore superiore del Q di Tobin, visto che il mercato apprezza il valore delle risorse intangibili (il quale è posto al numeratore). Nell'esempio, il livello inosservato di risorse intangibili induce una correlazione positiva tra la managerial ownership ed il Q di Tobin, ma questa relazione è spuria e non casuale. In sostanza sono queste risorse intangibili che determinano sia un aumento del valore delle performance dell'impresa e della managerial ownership e quindi è difficile identificare un chiaro effetto della variabile indipendente su quella dipendente.

Con la variabile dipendente Y vengono rappresentate le misure di performance, già illustrate in precedenza ed utilizzate per svolgere l'analisi (ROA, Q Tobin, DivSales).

La variabile "fondatore" indica tutte le variabili strettamente collegate a colui che ha costituito la società, ovvero Fond_CEO, Fond_Chairman.

Per tener conto degli effetti temporali, come spiegato in precedenza, vengono inserite le variabili binarie corrispondenti agli anni considerati, tenendo comunque conto della "trappola delle dummy" (problema di collinearità perfetta).

Con il termine ε viene indicato il termine d'errore.

Infine, vengono inserite delle variabili di controllo per mitigare il problema delle variabili omesse. Queste variabili "sostituiscono" quelle variabili non osservabili o misurabili in modo diretto. Le variabili di controllo incluse nei modelli sono:

- CEO_Chairman: utile per controllare il potere derivante dall'accentramento delle cariche;
- Irsales: utilizzata per controllare le dimensioni aziendali;
- leverage1: variabile che permette di ragionare con uguali livelli di indebitamento;
- firmage: consente di tenere in considerazione il numero di anni dell'impresa;
- instinv, dual, privateown, family: variabili riguardanti la struttura proprietaria della società presa in esame;
- age, tenure, ingegnere, laurea: variabili indicanti le caratteristiche dell'Amministratore Delegato.

Nelle tabelle 18a e 18b come variabile dipendente viene presa in esame il ROA (per quanto riguarda il ROAEbit la maggior parte dei risultati ottenuti sono i medesimi a livello di significatività e di conseguenza vengono solo riportate le situazioni con un diverso livello di significatività), e come campione di analisi solo quello relativo alle imprese private (i risultati includenti l'intero campione non sono riportati perché in linea di massima confermano questi riportati, talvolta con un grado di significatività inferiore⁹²).

Nella prima tabella (18a) viene analizzato principalmente il confronto tra le variabili fondatore e quelle relative ai discendenti (considerati un tutt'uno). Nella tabella 18b, invece, il focus è principalmente sulle variabili fondatore solitarie e sul confronto sempre con i discendenti, ma suddividendo tra eredi di prima (come già evidenziato si intendono i figli o la moglie) o successiva generazione.

Nelle colonne 3,5,6 della tabella 18a non si è considerata la variabile CEO-Chairman, per osservare l'effetto di una eventuale minore concentrazione di potere.

In generale è possibile osservare un effetto fondatore positivo e talvolta significativo, in particolare quando viene assunta la carica di Chairman (colonna 7, in base al ROA medio ritorno del 29% superiore rispetto ad un Chairman esterno). L'effetto di assumere il ruolo di CEO è praticamente nullo (con segno negativo) e di conseguenza l'effetto complessivo di presenza del fondatore all'interno del Consiglio di Amministrazione è positivo e significativo (colonne 2 e 3).

⁹² Questo ragionamento vale anche per le regressioni successive, ad eccezione della variabile DivSales.

Considerando invece i discendenti, quello che si può osservare è un effetto negativo e significativo sul ROA (e ROAEbit) quando viene assunta la carica di CEO (considerando il ROAEbit la significatività è molto elevata).

Per quanto riguarda le variabili di controllo significative, si può notare che maggiori sono le dimensioni della società, maggiore è il valore assunto dal ROA. Dall'altro lato questa misura di performance presenta valori inferiori in caso di un elevato utilizzo dell'indebitamento come forma di finanziamento per gli investimenti e maggiore è l'età dell'impresa (questo aspetto può essere collegato alla motivazione che nel corso del tempo "scompare" l'effetto fondatore, considerato come portatore unico di skills di valore).

Considerando invece la tabella 18b, oltre a confermare un effetto fondatore generale positivo (colonne 2,3,6; l'effetto del lone-founder solitario presente in colonna 1 è praticamente nullo, $|t|=0.3$), l'aspetto probabilmente più interessante riguarda la suddivisione dei discendenti tra prima e successiva generazione nel caso dei CEO. Precedentemente alla variabile Discend_CEO era associato un valore significativamente peggiore, mentre in questa situazione si osserva sempre un effetto negativo associato alle variabili EredeCEO1stGen ed EredeCEO2ndGen, ma solo quest'ultima è significativa (colonna 4, in base al ROA medio il ritorno è di circa il 40% inferiore rispetto ad un membro esterno). Quindi l'effetto di assumere la carica di CEO da parte di uno dei discendenti sul ROA è tanto peggiore man mano che si avanza con le generazioni (questi risultati confermano Morck e Yeung i quali avevano sostenuto che in media l'erede probabilmente è meno capace del fondatore e l'erede dell'erede è ancora meno capace come successore). Tuttavia, questa differenza in significatività non si osserva se viene preso in esame il ROAEbit (colonna 5).

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	ROA	ROA	ROA	ROA	ROA	ROAEbit	ROA
FamFond_CdA	0.0173 (0.0250)						
Fond_CdA		0.0231 (0.0151)	0.0249* (0.0146)				
Discend_CdA		0.0069 (0.0171)	0.0062 (0.0170)				
Fond_CEO				-0.0036 (0.0147)	-0.0045 (0.0129)	-0.0048 (0.0124)	
Discend_CEO				-0.0233* (0.0122)	-0.0242** (0.0110)	-0.0269*** (0.0101)	
Fond_Chairman							0.0253* (0.0144)
Discend_Chairman							0.0073 (0.0113)
CEO_Chairman	-0.0067 (0.0065)	-0.0047 (0.0065)		-0.0016 (0.0076)			-0.0070 (0.0064)
lrsales	0.0348*** (0.0093)	0.0343*** (0.0092)	0.0342*** (0.0092)	0.0357*** (0.0091)	0.0357*** (0.0090)	0.0330*** (0.0085)	0.0348*** (0.0092)
firmage	-0.0044*** (0.0007)	-0.0042*** (0.0007)	-0.0042*** (0.0007)	-0.0045*** (0.0007)	-0.0046*** (0.0007)	-0.0039*** (0.0007)	-0.0043*** (0.0007)
leverage1	-0.1355*** (0.0346)	-0.1358*** (0.0346)	-0.1361*** (0.0344)	-0.1381*** (0.0357)	-0.1381*** (0.0357)	-0.1471*** (0.0352)	-0.1397*** (0.0342)
instinv	-0.0001 (0.0106)	0.0010 (0.0103)	0.0015 (0.0105)	-0.0001 (0.0111)	-0.0000 (0.0112)	0.0035 (0.0102)	-0.0011 (0.0109)
star	0.0078 (0.0095)	0.0074 (0.0094)	0.0074 (0.0093)	0.0071 (0.0098)	0.0072 (0.0098)	0.0028 (0.0096)	0.0069 (0.0093)
dual	-0.0131 (0.0079)	-0.0128 (0.0082)	-0.0131 (0.0082)	-0.0106 (0.0074)	-0.0106 (0.0074)	-0.0103 (0.0064)	-0.0112 (0.0081)
age	0.0007* (0.0004)	0.0005 (0.0004)	0.0005 (0.0004)	0.0005 (0.0003)	0.0005 (0.0004)	0.0004 (0.0004)	0.0006* (0.0003)
tenure	0.0008 (0.0007)	0.0008 (0.0007)	0.0007 (0.0007)	0.0011 (0.0007)	0.0011 (0.0007)	0.0013* (0.0007)	0.0008 (0.0007)
family	0.0110 (0.0136)	0.0119 (0.0137)	0.0121 (0.0138)	0.0115 (0.0126)	0.0116 (0.0127)	0.0134 (0.0112)	0.0092 (0.0132)
Constant	-0.0878 (0.1116)	-0.0900 (0.1085)	-0.0906 (0.1079)	-0.0676 (0.1096)	-0.0670 (0.1093)	-0.1119 (0.1056)	-0.0856 (0.1082)
Observations	1534	1534	1534	1534	1534	1530	1534
Number of nfirm	128	128	128	128	128	128	128

Tabella 18a: Analisi econometrica relativa alla relazione founder-ROA prendendo in esame le sole imprese private. Viene utilizzata la regressione ad effetti fissi, includendo le dummies temporali. Errori standard robusti all'eteroschedasticità e clusterizzati a livello di impresa sono presenti tra parentesi.

* significant at 10%; ** significant at 5%; *** significant at 1%.

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	ROA	ROA	ROA	ROA	ROAEbit	ROA	ROA
Lone_founder	-0.0064 (0.0213)						
Fond_CdA		0.0253 (0.0169)					
Fond_CEO			0.0039 (0.0139)	-0.0028 (0.0147)	-0.0028 (0.0142)		
EredeCEO1stGen				-0.0163 (0.0139)	-0.0201* (0.0119)		
EredeCEO2ndGen				-0.0342* (0.0195)	-0.0336* (0.0190)		
Fond_Chairman						0.0223* (0.0119)	0.0254* (0.0147)
EredeChair1stGen							0.0079 (0.0127)
EredeChair2ndGen							0.0065 (0.0148)
CEO_Chairman	-0.0067 (0.0064)	-0.0045 (0.0066)	-0.0073 (0.0072)	-0.0026 (0.0076)	-0.0033 (0.0080)	-0.0066 (0.0063)	-0.0071 (0.0064)
Irsales	0.0346*** (0.0092)	0.0346*** (0.0092)	0.0349*** (0.0093)	0.0363*** (0.0091)	0.0334*** (0.0085)	0.0348*** (0.0092)	0.0347*** (0.0094)
firmage	-0.0045*** (0.0007)	-0.0042*** (0.0007)	-0.0044*** (0.0007)	-0.0046*** (0.0007)	-0.0039*** (0.0007)	-0.0043*** (0.0007)	-0.0043*** (0.0007)
leverage1	-0.1375*** (0.0353)	-0.1363*** (0.0347)	-0.1378*** (0.0354)	-0.1389*** (0.0358)	-0.1475*** (0.0353)	-0.1396*** (0.0343)	-0.1395*** (0.0347)
instinv	-0.0005 (0.0111)	0.0007 (0.0104)	-0.0005 (0.0111)	-0.0002 (0.0111)	0.0033 (0.0101)	-0.0010 (0.0109)	-0.0011 (0.0109)
star	0.0078 (0.0096)	0.0076 (0.0095)	0.0077 (0.0097)	0.0070 (0.0097)	0.0027 (0.0096)	0.0071 (0.0093)	0.0069 (0.0093)
dual	-0.0120 (0.0076)	-0.0128 (0.0081)	-0.0123 (0.0077)	-0.0105 (0.0073)	-0.0102 (0.0063)	-0.0110 (0.0081)	-0.0112 (0.0081)
age	0.0007* (0.0004)	0.0005 (0.0004)	0.0006 (0.0004)	0.0005 (0.0004)	0.0005 (0.0004)	0.0006* (0.0004)	0.0006* (0.0003)
tenure	0.0008 (0.0007)	0.0008 (0.0007)	0.0008 (0.0007)	0.0011 (0.0007)	0.0013* (0.0007)	0.0008 (0.0007)	0.0008 (0.0007)
family	0.0101 (0.0129)	0.0118 (0.0136)	0.0100 (0.0129)	0.0112 (0.0126)	0.0130 (0.0112)	0.0097 (0.0134)	0.0092 (0.0132)
Constant	-0.0684 (0.1107)	-0.0925 (0.1099)	-0.0749 (0.1110)	-0.0748 (0.1088)	-0.1181 (0.1054)	-0.0823 (0.1086)	-0.0856 (0.1084)
Observations	1534	1534	1534	1534	1530	1534	1534
Number of nfirm	128	128	128	128	128	128	128

Tabella 18b: Analisi econometrica relativa alla relazione founder-ROA prendendo in esame le sole imprese private. Viene utilizzata la regressione ad effetti fissi, includendo le dummies temporali. Errori standard robusti all'eteroschedasticità e clusterizzati a livello di impresa sono presenti tra parentesi.

* significant at 10%; ** significant at 5%; *** significant at 1%.

Considerando invece il campione delle sole imprese familiari (tabella 19) vengono praticamente confermati i risultati ottenuti dal campione di imprese private. L'unica piccola differenza è che se il fondatore assume la carica di CEO l'effetto è positivo sul ROA, ma sempre praticamente nullo ($t=0.35$; in precedenza questo effetto era negativo ma sempre nullo).

Con questo campione di imprese non viene riportata la tabella che suddivide tra erede di prima e successiva generazione perché i risultati sono proprio simili a quelli presenti in tabella 18b e di conseguenza sono valide le medesime osservazioni viste in precedenza.

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	ROA	ROA	ROA	ROA	ROA	ROAEbit	ROA
FamFond_CdA	0.0140 (0.0149)						
Fond_CdA		0.0156 (0.0123)	0.0196* (0.0107)				
Discend_CdA		0.0081 (0.0157)	0.0073 (0.0152)				
Fond_CEO				0.0058 (0.0167)	0.0032 (0.0144)	0.0009 (0.0148)	
Discend_CEO				-0.0234* (0.0134)	-0.0259** (0.0116)	-0.0275** (0.0108)	
Fond_Chairman							0.0294* (0.0178)
Discend_Chairman							0.0082 (0.0139)
CEO_Chairman	-0.0094 (0.0079)	-0.0075 (0.0084)		-0.0041 (0.0096)			-0.0069 (0.0080)
Irsales	0.0398*** (0.0114)	0.0389*** (0.0111)	0.0385*** (0.0113)	0.0413*** (0.0101)	0.0414*** (0.0101)	0.0344*** (0.0083)	0.0393*** (0.0111)
firmage	-0.0043*** (0.0009)	-0.0042*** (0.0009)	-0.0041*** (0.0009)	-0.0044*** (0.0009)	-0.0044*** (0.0009)	-0.0034*** (0.0008)	-0.0042*** (0.0009)
leverage1	-0.1397*** (0.0258)	-0.1402*** (0.0253)	-0.1399*** (0.0252)	-0.1425*** (0.0265)	-0.1421*** (0.0264)	-0.1434*** (0.0287)	-0.1435*** (0.0254)
instinv	0.0078 (0.0096)	0.0086 (0.0094)	0.0096 (0.0098)	0.0078 (0.0096)	0.0081 (0.0098)	0.0138 (0.0096)	0.0078 (0.0095)
star	0.0111 (0.0126)	0.0109 (0.0124)	0.0111 (0.0123)	0.0097 (0.0136)	0.0099 (0.0136)	0.0080 (0.0127)	0.0113 (0.0125)
dual	-0.0062 (0.0090)	-0.0053 (0.0090)	-0.0057 (0.0090)	-0.0043 (0.0089)	-0.0043 (0.0089)	-0.0054 (0.0080)	-0.0056 (0.0091)
age	0.0007 (0.0005)	0.0006 (0.0005)	0.0005 (0.0004)	0.0003 (0.0004)	0.0003 (0.0004)	0.0003 (0.0005)	0.0006 (0.0004)
tenure	0.0007 (0.0008)	0.0007 (0.0008)	0.0006 (0.0008)	0.0011 (0.0008)	0.0011 (0.0008)	0.0014 (0.0009)	0.0007 (0.0008)
Constant	-0.1447 (0.1356)	-0.1368 (0.1339)	-0.1337 (0.1333)	-0.1251 (0.1309)	-0.1228 (0.1299)	-0.1347 (0.1106)	-0.1414 (0.1358)
Observations	1119	1119	1119	1119	1119	1116	1119
Number of nfirm	97	97	97	97	97	97	97

Tabella 19: Analisi econometrica relativa alla relazione founder-ROA prendendo in esame le sole imprese familiari. Viene utilizzata la regressione ad effetti fissi, includendo le dummies temporali. Errori standard robusti all'eteroschedasticità e clusterizzati a livello di impresa sono presenti tra parentesi

* significant at 10%; ** significant at 5%; *** significant at 1%.

Prendendo in esame come “misura di mercato” il Q di Tobin (i risultati considerando come variabile dipendente il market-to book ratio non vengono presentati in quanto non significativi, ma sono comunque disponibili in allegato) anche in questo caso viene prima presentata una visione “più generale”, dove avviene il confronto con la variabile discendenti (tabella 20a), mentre successivamente (tabella 20b) viene presa in considerazione la divisione tra erede di prima o successiva generazione.

Nella tabella 20a quello che si osserva è, anche in questo caso, un effetto fondatore positivo principalmente quando viene assunta la carica di CEO o Chairman (colonne 4 e 5, valore del Q Tobin rispettivamente il 11,2% e 16,7% superiore rispetto a quello di un manager esterno), mentre la sola presenza all’interno del Consiglio di Amministrazione non si traduce in una relazione significativa con le performance (colonna 2). Quindi considerando il CEO sembrerebbe che il mercato si faccia abbagliare dalla presenza del fondatore (il suo impatto sul ROA, come visto precedentemente è praticamente nullo).

Per quanto riguarda i discendenti non si osservano risultati significativi, anche se quando assumono il ruolo di CEO questo sembra avere un effetto negativo sulla misura di performance considerata (colonne 3 e 4), mentre l’effetto opposto si verifica nel caso di assunzione della carica di Chairman.

Ragionando sulle variabili di controllo significative, un effetto positivo si verifica nel caso di presenza di investitori istituzionali all’interno della società. Quindi il mercato vede il monitoraggio effettuato dagli investitori istituzionali come un effetto positivo a riduzione dell’eventuale arroccamento familiare. Dall’altro lato una maggiore età del CEO e dell’impresa portano un effetto negativo sul Q di Tobin ed anche queste situazioni potrebbero essere collegate all’arroccamento familiare, mentre il mercato preferirebbe un turnover più frequente della classe dirigenziale.

Gli aspetti più interessanti che emergono dalla tabella 20b sono che considerare solo la variabile Fond_CEO (senza prendere in esame i discendenti, colonna 3) può avere un effetto positivo e significativo sulla misura di performance considerata.

Tuttavia, l’aspetto più interessante che emerge riguarda la suddivisione tra eredi di prima e successiva generazione (colonne 4-5). A differenza del ROA, in questa situazione alla prima generazione sono associate performance significativamente peggiori (valore Q Tobin inferiore del 6,3% rispetto a manager esterno), mentre l’effetto di una generazione successiva è praticamente nullo. Anche per quanto riguarda il ruolo di Chairman (colonna 7) si osserva lo stesso fenomeno, anche se i valori non sono significativi. L’effetto positivo di una generazione successiva ($t=1.54$) è superiore rispetto a quello della prima generazione ($t=0.60$).

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	QTobin	QTobin	QTobin	QTobin	QTobin
FamFond_CdA	0.0986 (0.0679)				
Fond_CdA		0.0004 (0.0778)			
Discend_CdA		0.0694 (0.0586)			
Fond_CEO			0.1271 (0.0847)	0.1544* (0.0901)	
Discend_CEO			-0.0497 (0.0572)	-0.0216 (0.0532)	
Fond_Chairman					0.2309* (0.1260)
Discend_Chairman					0.0998 (0.0913)
CEO_Chairman	0.0622 (0.0530)	0.0614 (0.0555)	0.0490 (0.0490)		0.0588 (0.0479)
lrsales	-0.1047 (0.0664)	-0.1076 (0.0677)	-0.1023 (0.0669)	-0.1022 (0.0669)	-0.1078 (0.0671)
firmage	-0.0194*** (0.0065)	-0.0197*** (0.0069)	-0.0187*** (0.0066)	-0.0186*** (0.0066)	-0.0188*** (0.0067)
leverage1	0.2072 (0.2519)	0.2033 (0.2530)	0.1918 (0.2518)	0.1910 (0.2520)	0.1914 (0.2488)
instinv	0.2796*** (0.0956)	0.2804*** (0.0969)	0.2836*** (0.0957)	0.2804*** (0.0948)	0.2706*** (0.0918)
star	-0.0058 (0.1049)	-0.0068 (0.1052)	-0.0152 (0.1088)	-0.0156 (0.1089)	-0.0207 (0.1060)
dual	-0.0707 (0.0469)	-0.0665 (0.0465)	-0.0667 (0.0460)	-0.0666 (0.0465)	-0.0622 (0.0468)
age	-0.0067** (0.0033)	-0.0067* (0.0035)	-0.0082** (0.0033)	-0.0079** (0.0033)	-0.0069** (0.0035)
tenure	0.0021 (0.0058)	0.0022 (0.0058)	0.0032 (0.0057)	0.0036 (0.0056)	0.0022 (0.0057)
family	0.0490 (0.0526)	0.0467 (0.0533)	0.0361 (0.0533)	0.0319 (0.0546)	0.0293 (0.0542)
Constant	4.0580*** (0.9178)	4.1456*** (0.9213)	4.1427*** (0.9114)	4.1234*** (0.9092)	4.0723*** (0.9139)
Observations	1522	1522	1522	1522	1522
Number of nfirm	128	128	128	128	128

Tabella 20a: Analisi econometrica relativa alla relazione founder-QTobin prendendo in esame le sole imprese private. Viene utilizzata la regressione ad effetti fissi, includendo le dummies temporali. Errori standard robusti all'eteroschedasticità e clusterizzati a livello di impresa sono presenti tra parentesi

* significant at 10%; ** significant at 5%; *** significant at 1%.

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	QTobin						
Lone_founder	-0.0196 (0.0747)						
Fond_CdA		0.0212 (0.0739)					
Fond_CEO			0.1434* (0.0766)	0.1230 (0.0831)	0.1535* (0.0898)		
EredeCEO1stGen				-0.0869* (0.0499)	-0.0479 (0.0454)		
EredeCEO2ndGen				0.0088 (0.1015)	0.0260 (0.1005)		
Fond_Chairman						0.1868* (0.1089)	0.2224* (0.1333)
EredeChair1stGen							0.0677 (0.1120)
EredeChair2ndGen							0.1474 (0.0967)
CEO_Chairman	0.0620 (0.0532)	0.0641 (0.0555)	0.0366 (0.0463)	0.0544 (0.0498)		0.0637 (0.0495)	0.0615 (0.0471)
Irsales	-0.1051 (0.0680)	-0.1044 (0.0669)	-0.1043 (0.0665)	-0.1057 (0.0689)	-0.1048 (0.0688)	-0.1094 (0.0671)	-0.1042 (0.0701)
firmage	-0.0197*** (0.0065)	-0.0194*** (0.0069)	-0.0184*** (0.0065)	-0.0186*** (0.0067)	-0.0185*** (0.0066)	-0.0185*** (0.0067)	-0.0192*** (0.0070)
leverage1	0.1993 (0.2525)	0.2007 (0.2536)	0.1936 (0.2516)	0.1975 (0.2543)	0.1954 (0.2545)	0.1966 (0.2488)	0.1802 (0.2589)
instinv	0.2772*** (0.0962)	0.2778*** (0.0962)	0.2830*** (0.0955)	0.2840*** (0.0957)	0.2805*** (0.0946)	0.2723*** (0.0922)	0.2702*** (0.0922)
star	-0.0048 (0.1053)	-0.0049 (0.1050)	-0.0143 (0.1084)	-0.0143 (0.1091)	-0.0149 (0.1092)	-0.0171 (0.1057)	-0.0194 (0.1058)
dual	-0.0643 (0.0470)	-0.0657 (0.0463)	-0.0705 (0.0462)	-0.0676 (0.0464)	-0.0673 (0.0467)	-0.0584 (0.0459)	-0.0624 (0.0470)
age	-0.0067** (0.0034)	-0.0068* (0.0035)	-0.0079** (0.0033)	-0.0083** (0.0034)	-0.0080** (0.0034)	-0.0073** (0.0033)	-0.0069** (0.0035)
tenure	0.0023 (0.0058)	0.0023 (0.0058)	0.0026 (0.0055)	0.0032 (0.0057)	0.0036 (0.0056)	0.0027 (0.0057)	0.0024 (0.0057)
family	0.0415 (0.0531)	0.0435 (0.0538)	0.0328 (0.0539)	0.0375 (0.0531)	0.0326 (0.0545)	0.0343 (0.0533)	0.0298 (0.0540)
Constant	4.1625*** (0.9582)	4.1298*** (0.9140)	4.1305*** (0.9128)	4.1826*** (0.9309)	4.1525*** (0.9256)	4.1323*** (0.9132)	4.0590*** (0.9178)
Observations	1522	1522	1522	1522	1522	1522	1522
Number of nfirm	128	128	128	128	128	128	128

Tabella 20b: Analisi econometrica relativa alla relazione founder-QTobin prendendo in esame le sole imprese private. Viene utilizzata la regressione ad effetti fissi, includendo le dummies temporali. Errori standard robusti all'eteroschedasticità e clusterizzati a livello di impresa sono presenti tra parentesi

* significant at 10%; ** significant at 5%; *** significant at 1%.

Infine, viene preso in esame anche il rapporto tra dividendi e vendite (tabella 21a) considerando sia tutto il campione delle imprese (colonne 1-4) che solo quelle private (colonne 5-8). I risultati ottenuti purtroppo non sono molto significativi. Nello specifico se la carica di Chairman è assunta dal fondatore o da uno dei discendenti l'effetto è positivo e significativo e quindi vengono distribuiti un buon numero di dividendi in rapporto al valore delle vendite. Nel caso dei CEO non è presente nessun effetto significativo ed il valore è praticamente nullo (colonne 3 e 7).

Considerando, anche in questo caso, le variabili di controllo significative quello che si può osservare è che la presenza degli investitori istituzionali, come nella regressione della Q di Tobin, permette un maggiore monitoraggio delle dinamiche societarie e di conseguenza vengono distribuiti una maggiore quantità di dividendi. Dall'altro lato, un maggior livello di indebitamento si traduce in una minore quantità di dividendi, visto che le eventuali risorse in surplus possono essere necessarie per pagare gli interessi e rimborsare il debito al fine di rispettare le scadenze precedentemente stabilite.

Nella tabella 21b, seguendo sempre lo schema precedente, viene presa in esame la differenza dei discendenti tra prima e successiva generazione. L'aspetto sicuramente più interessante riguarda la situazione di quando viene assunta la carica di Chairman. Come si può osservare (colonna 6), oltre al fondatore stesso anche agli eredi di prima generazione è associato un effetto positivo e significativo, mentre per gli eredi di generazioni successive l'effetto è praticamente nullo (la variabile `Discend_Chairman` era associata ad un effetto positivo, ma non significativo; colonna 8 tabella 21a).

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	DivSales							
FamFond_CdA	0.0066* (0.0037)				0.0044 (0.0034)			
Fond_CdA		0.0025 (0.0046)				0.0042 (0.0046)		
Discend_CdA		0.0037 (0.0034)				0.0013 (0.0035)		
Fond_CEO			0.0023 (0.0079)				0.0033 (0.0080)	
Discend_CEO			-0.0040 (0.0058)				-0.0036 (0.0057)	
Fond_Chairman				0.0137** (0.0067)				0.0152** (0.0066)
Discend_Chairman				0.0087* (0.0049)				0.0070 (0.0049)
CEO_Chairman	0.0003 (0.0045)	0.0004 (0.0045)	0.0005 (0.0049)	-0.0002 (0.0043)	-0.0019 (0.0046)	-0.0015 (0.0047)	-0.0018 (0.0052)	-0.0023 (0.0044)
lrsales	-0.0079* (0.0046)	-0.0081* (0.0047)	-0.0077 (0.0047)	-0.0079* (0.0047)	-0.0053 (0.0050)	-0.0054 (0.0051)	-0.0051 (0.0051)	-0.0054 (0.0051)
firmage	0.0002 (0.0003)	0.0002 (0.0003)	0.0002 (0.0004)	0.0002 (0.0003)	0.0003 (0.0003)	0.0003 (0.0004)	0.0003 (0.0004)	0.0003 (0.0003)
leverage1	-0.0321*** (0.0098)	-0.0323*** (0.0097)	-0.0332*** (0.0096)	-0.0332*** (0.0098)	-0.0357*** (0.0110)	-0.0357*** (0.0110)	-0.0367*** (0.0109)	-0.0368*** (0.0110)
instinv	0.0107** (0.0050)	0.0108** (0.0050)	0.0106** (0.0049)	0.0102** (0.0048)	0.0100** (0.0049)	0.0102** (0.0049)	0.0101** (0.0047)	0.0097** (0.0046)
star	0.0024 (0.0066)	0.0023 (0.0066)	0.0022 (0.0068)	0.0017 (0.0066)	0.0011 (0.0065)	0.0010 (0.0065)	0.0008 (0.0067)	0.0003 (0.0065)
dual	-0.0122 (0.0089)	-0.0120 (0.0088)	-0.0117 (0.0088)	-0.0117 (0.0089)	-0.0055 (0.0041)	-0.0054 (0.0041)	-0.0051 (0.0040)	-0.0048 (0.0041)
age	0.0001 (0.0002)	0.0001 (0.0002)	0.0000 (0.0002)	0.0001 (0.0002)	0.0001 (0.0002)	0.0001 (0.0002)	0.0001 (0.0002)	0.0001 (0.0002)
tenure	0.0001 (0.0004)	0.0001 (0.0004)	0.0001 (0.0004)	0.0001 (0.0004)	0.0001 (0.0005)	0.0001 (0.0005)	0.0001 (0.0005)	0.0001 (0.0005)
controlling share	-0.0002 (0.0002)	-0.0002 (0.0002)	-0.0002 (0.0002)	-0.0002 (0.0002)	-0.0002 (0.0002)	-0.0002 (0.0002)	-0.0003 (0.0002)	-0.0002 (0.0002)
privateown	0.0489*** (0.0050)	0.0490*** (0.0050)	0.0492*** (0.0052)	0.0492*** (0.0050)				
family	-0.0074 (0.0060)	-0.0074 (0.0059)	-0.0074 (0.0062)	-0.0092 (0.0066)	-0.0071 (0.0056)	-0.0070 (0.0056)	-0.0071 (0.0060)	-0.0088 (0.0063)
Constant	0.0977* (0.0498)	0.1011** (0.0492)	0.1031** (0.0493)	0.0950* (0.0506)	0.0968* (0.0541)	0.0976* (0.0533)	0.1010* (0.0531)	0.0924* (0.0551)
Observations	1755	1755	1755	1755	1536	1536	1536	1536
Number of nfirm	145	145	145	145	127	127	127	127

Tabella 21a: Analisi econometrica relativa alla relazione founder-DivSales. Viene utilizzata la regressione ad effetti fissi, includendo le dummies temporali. Errori standard robusti all'eteroschedasticità e clusterizzati a livello di impresa sono presenti tra parentesi

* significant at 10%; ** significant at 5%; *** significant at 1%.

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	DivSales	DivSales	DivSales	DivSales	DivSales	DivSales
Lone_founder	0.0004 (0.0058)					
Fond_CdA		0.0046 (0.0041)				
Fond_CEO			0.0044 (0.0070)	0.0033 (0.0079)		
EredeCEO1stGen				-0.0036 (0.0053)		
EredeCEO2ndGen				-0.0036 (0.0081)		
Fond_Chairman					0.0122** (0.0058)	0.0166** (0.0067)
EredeChair1stGen						0.0127** (0.0054)
EredeChair2ndGen						-0.0012 (0.0061)
CEO_Chairman	-0.0019 (0.0046)	-0.0015 (0.0046)	-0.0027 (0.0045)	-0.0018 (0.0052)	-0.0019 (0.0045)	-0.0027 (0.0045)
Irsales	-0.0053 (0.0051)	-0.0054 (0.0050)	-0.0053 (0.0050)	-0.0051 (0.0051)	-0.0055 (0.0050)	-0.0059 (0.0052)
firmage	0.0003 (0.0003)	0.0003 (0.0003)	0.0003 (0.0003)	0.0003 (0.0004)	0.0004 (0.0003)	0.0004 (0.0004)
leverage1	-0.0363*** (0.0109)	-0.0358*** (0.0110)	-0.0366*** (0.0109)	-0.0367*** (0.0109)	-0.0371*** (0.0109)	-0.0356*** (0.0108)
instinv	0.0098** (0.0048)	0.0101** (0.0049)	0.0101** (0.0047)	0.0101** (0.0047)	0.0097** (0.0047)	0.0097** (0.0046)
star	0.0012 (0.0064)	0.0011 (0.0065)	0.0009 (0.0066)	0.0008 (0.0067)	0.0005 (0.0065)	0.0001 (0.0065)
dual	-0.0053 (0.0042)	-0.0054 (0.0041)	-0.0054 (0.0041)	-0.0051 (0.0040)	-0.0046 (0.0039)	-0.0047 (0.0040)
age	0.0001 (0.0002)	0.0001 (0.0002)	0.0001 (0.0002)	0.0001 (0.0002)	0.0001 (0.0002)	0.0001 (0.0002)
tenure	0.0001 (0.0005)	0.0001 (0.0005)	0.0001 (0.0005)	0.0001 (0.0005)	0.0001 (0.0005)	0.0000 (0.0005)
controlling share	-0.0002 (0.0002)	-0.0002 (0.0002)	-0.0002 (0.0002)	-0.0003 (0.0002)	-0.0002 (0.0002)	-0.0002 (0.0002)
family	-0.0072 (0.0056)	-0.0070 (0.0056)	-0.0076 (0.0057)	-0.0071 (0.0060)	-0.0080 (0.0061)	-0.0092 (0.0064)
Constant	0.1002* (0.0557)	0.0973* (0.0530)	0.0996* (0.0535)	0.1009* (0.0530)	0.0970* (0.0539)	0.0933* (0.0551)
Observations	1536	1536	1536	1536	1536	1536
Number of nfirm	127	127	127	127	127	127

Tabella 21b: Analisi econometrica relativa alla relazione founder-DivSales. Viene utilizzata la regressione ad effetti fissi, includendo le dummies temporali. Errori standard robusti all'eteroschedasticità e clusterizzati a livello di impresa sono presenti tra parentesi.

* significant at 10%; ** significant at 5%; *** significant at 1%.

4.4.2 CEO Founder Pay - Performance

Successivamente, viene analizzata la relazione CEO Founder Pay-Performance al fine di analizzare se i fondatori e discendenti CEO decidono o meno di legare una parte del loro compenso al risultato di performance ottenuto. Il modello adottato (anche in questa analisi viene utilizzata la regressione ad effetti fissi) è il seguente:

$$\text{CEO Pay}_{it} = \beta_0 + \beta_1(\text{Performance}) + \beta_2(\text{variabili di controllo}) + \beta_3(\text{variabili dummy temporali}) + \epsilon_{it}$$

Il compenso del CEO viene espresso tramite il suo logaritmo ($\ln(\text{rtotcomp})$), mentre come misura di performance di riferimento viene considerato il ROA e la sua interazione con le variabili binarie caratteristiche indicanti la presenza e la carica assunta dal fondatore (e discendenti) nella società (nello specifico, interazione con CEO_Chairman, famceo e Fond_CEO).

Per gli effetti temporali ed il termine d'errore valgono le considerazioni fatte per il modello precedente.

Infine, per quanto riguarda le variabili di controllo in questo contesto rivestono un'attenzione particolare *lrsales* visto che le dimensioni dell'impresa potrebbero accrescere la remunerazione, *age* considerando che un CEO con maggiore esperienza potrebbe ricevere un compenso superiore e *tenure* visto che solitamente la remunerazione aumenta con il tempo di mantenimento della carica ed inoltre aumentano anche le probabilità di arroccamento manageriale.

I risultati della relazione CEO pay – performance sono riportati nelle tabelle 22 (prendendo in esame il campione di imprese private) e tabella 23 (campione di imprese famigliari).

Nella prima colonna di entrambe le tabelle viene evidenziato, anche se i risultati non sono significativi, che un valore del ROA positivo si traduce in compensi per i CEO più elevati.

Successivamente vengono considerate le interazioni tra la misura di performance e le variabili dicotomiche relative allo status di fondatore (e discendente).

Nella colonna 2 viene analizzata l'interazione tra il ROA e la variabile CEO-Chairman. I risultati, anche se non significativi mostrano una relazione negativa, ovvero il compenso di chi detiene entrambe le cariche sembrerebbe non essere influenzato dalle performance ottenute. Quindi in questo caso viene confermata l'idea che la sovrapposizione di queste due cariche non è benefica per l'impresa, visto che si potrebbe ottenere una paga elevata anche a seguito di scarsi risultati.

Analizzando l'effetto dell'interazione tra il ROA e Fond_CEO nelle imprese private (regressioni 4-9) quello che si osserva è sempre una CEO pay-performance sensitivity negativa. Quindi risulterebbe che il compenso del CEO non sia legato alle performance ottenute, anzi addirittura peggiori sono le performance maggiore sarà la sua retribuzione. Tuttavia, bisogna tenere presente che nella maggior parte delle situazioni il fondatore è emotivamente e finanziariamente (vista l'enorme ricchezza investita) legato alla sua impresa e di conseguenza non è sicuramente nel suo interesse creare un danno alla sua

società. Di conseguenza il risultato potrebbe più essere associato ad uno scarso utilizzo di contratti incentivanti, visto che i fondatori non hanno la necessità di incentivi per operare in maniera disciplinata. Come già osservato precedentemente, la disciplina necessaria viene imposta autonomamente visti i legami famigliari, l'enorme ricchezza investita direttamente e il desiderio di fama e notorietà.

Per quanto riguarda le variabili riguardanti i discendenti e la loro interazione con il ROA, l'effetto è positivo e significativo, ovvero loro decidono di legare una buona parte della remunerazione ai risultati ottenuti. Suddividendo tra prima e successiva generazione questo effetto deriva principalmente dalle generazioni successive alla prima (infatti gli eredi di prima generazione, anche se i risultati non sono significativi, mostrano ancora una CEO pay-Performance sensitivity negativa).

Quindi, sembrerebbe che i discendenti (in particolare quelli della seconda e successiva generazione) tendano a fare un maggior affidamento su contratti incentivanti al fine, ad esempio, di cercar di convincere il mercato azionario e gli investitori di minoranza sulla bontà delle loro azioni in accordo ai principi di corporate governance, sovvertendo la comune credenza popolare di discendenti molto arroccati (e con obiettivo primario quello di espropriare gli azionisti di minoranza).

Per quanto riguarda il campione delle imprese famigliari può essere utile fare qualche ragionamento aggiuntivo relativo all'introduzione della variabile di interazione $ROA * CEO_Chairman$ (colonne 7 e 9), in quanto gli altri risultati in linea generale confermano quelli ottenuti con il campione di imprese private. Anche se i risultati non sono significativi, la sua introduzione rende la variabile $ROA * Fond_CEO$ positiva. Di conseguenza in questo campione di imprese l'accentramento di cariche sembrerebbe modificare il comportamento d'azione del fondatore, il quale decide, anche lui, di fare ricorso a contratti incentivanti e legare maggiormente la sua retribuzione ai risultati di performance.

Infine, anche nella situazione generale di CEO famigliari (colonna 4) si osserva una pay-performance sensitivity positiva, quindi unendo i fondatori e discendenti sembra prevalere l'effetto di quest'ultimi.

Ragionando sui livelli di remunerazione, invece, quello che si nota è che il compenso del fondatore e dei discendenti è inferiore rispetto a quello di un membro esterno e questo potrebbe essere collegato alla presenza di benefici non monetari non facilmente quantificabili all'interno della retribuzione, sicuramente superiori per un membro famigliare.

Per quanto riguarda le variabili di controllo, vengono confermati i risultati attesi. Quindi, maggiori sono le dimensioni della società e più elevato è il tempo trascorso dall'Amministratore Delegato all'interno della società, maggiore è il compenso il CEO.

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
	lrtotcomp	lrtotcomp	lrtotcomp	lrtotcomp	lrtotcomp	lrtotcomp	lrtotcomp	lrtotcomp	lrtotcomp
ROA	0.5990 (0.5178)	0.8089 (0.6306)	0.5152 (0.7664)	0.9521 (0.6177)	0.9893 (0.6842)	0.6742 (0.7589)	0.7922 (0.7872)	0.7131 (0.7630)	0.8151 (0.7953)
ROA*CEO_Chairman		-0.5120 (0.8245)			-0.1131 (0.8454)		-0.4601 (0.9546)		-0.3974 (0.9415)
ROA*famceo			0.2050 (0.8563)						
ROA*Fond_CEO				-1.7260** (0.7689)	-1.6817* (0.8626)	-1.6571* (0.8691)	-1.4463 (1.0574)	-1.6071* (0.8599)	-1.4246 (1.0378)
ROA*Discend_CEO						0.4992 (1.0016)	0.6059 (1.0601)		
ROA*EreCEO1stGen								-1.0790 (1.0103)	-0.9697 (1.0842)
ROA*EreCEO2ndGen								2.4394* (1.3647)	2.5015* (1.3730)
famceo			-0.2346 (0.1492)						
Fond_CEO				0.1173 (0.1664)	0.1160 (0.1671)	-0.0647 (0.1592)	-0.0747 (0.1653)	-0.0591 (0.1513)	-0.0675 (0.1569)
Discend_CEO						-0.5558*** (0.1822)	-0.5686*** (0.1874)		
EredeCEO1stGen								-0.3444* (0.1751)	-0.3551* (0.1796)
EredeCEO2ndGen								-0.7959*** (0.2608)	-0.8078*** (0.2659)
CEO_Chairman	-0.0724 (0.0929)	-0.0378 (0.1042)	0.0146 (0.1006)	-0.0609 (0.0935)	-0.0539 (0.1038)	0.0692 (0.1012)	0.1001 (0.1237)	0.0461 (0.0991)	0.0726 (0.1197)
lrsales	0.2234*** (0.0822)	0.2208*** (0.0829)	0.2394*** (0.0750)	0.2295*** (0.0792)	0.2288*** (0.0800)	0.2589*** (0.0688)	0.2570*** (0.0696)	0.2637*** (0.0659)	0.2622*** (0.0666)
firmage	0.0100 (0.0112)	0.0100 (0.0112)	0.0097 (0.0113)	0.0102 (0.0112)	0.0102 (0.0112)	0.0079 (0.0107)	0.0079 (0.0107)	0.0069 (0.0106)	0.0069 (0.0107)
star	0.1265 (0.1172)	0.1314 (0.1182)	0.1290 (0.1145)	0.1290 (0.1156)	0.1299 (0.1161)	0.1059 (0.1096)	0.1089 (0.1103)	0.1053 (0.1115)	0.1078 (0.1119)
dual	-0.0768 (0.0977)	-0.0738 (0.0973)	-0.0521 (0.0969)	-0.0938 (0.0994)	-0.0928 (0.0985)	-0.0566 (0.0877)	-0.0524 (0.0864)	-0.0336 (0.0860)	-0.0303 (0.0850)
age	-0.0042 (0.0059)	-0.0042 (0.0059)	-0.0045 (0.0056)	-0.0035 (0.0059)	-0.0035 (0.0059)	-0.0064 (0.0056)	-0.0066 (0.0056)	-0.0065 (0.0056)	-0.0067 (0.0056)
tenure	0.0258** (0.0129)	0.0258** (0.0128)	0.0261** (0.0122)	0.0252* (0.0128)	0.0253* (0.0128)	0.0309*** (0.0113)	0.0312*** (0.0113)	0.0321*** (0.0113)	0.0323*** (0.0113)
ingegnere	-0.0555 (0.0922)	-0.0544 (0.0927)	-0.0488 (0.0868)	-0.0652 (0.0910)	-0.0648 (0.0914)	-0.0526 (0.0817)	-0.0507 (0.0818)	-0.0488 (0.0807)	-0.0470 (0.0808)
laurea	0.0852 (0.1741)	0.0830 (0.1742)	0.0196 (0.1729)	0.0920 (0.1745)	0.0915 (0.1745)	0.0716 (0.1646)	0.0702 (0.1645)	0.0861 (0.1644)	0.0849 (0.1643)
family	-0.2264 (0.2905)	-0.2225 (0.2925)	-0.1633 (0.2952)	-0.2448 (0.2942)	-0.2436 (0.2954)	-0.2152 (0.2891)	-0.2092 (0.2906)	-0.2053 (0.2878)	-0.2003 (0.2892)
Constant	2.9232** (1.3217)	2.9370** (1.3238)	2.8300** (1.2729)	2.7884** (1.2854)	2.7947** (1.2897)	2.7968** (1.2234)	2.8167** (1.2289)	2.7520** (1.1903)	2.7672** (1.1952)
Observations	1464	1464	1464	1464	1464	1464	1464	1464	1464
Number of nfirm	127	127	127	127	127	127	127	127	127

Tabella 22: Analisi econometrica relativa alla relazione CEO pay-performance prendendo in esame le imprese private. Viene utilizzata la regressione ad effetti fissi, includendo le dummies temporali. Errori standard robusti all'eteroschedasticità e clusterizzati a livello di impresa sono presenti tra parentesi.

* significant at 10%; ** significant at 5%; *** significant at 1%

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
	lrtotcomp	lrtotcomp	lrtotcomp	lrtotcomp	lrtotcomp	lrtotcomp	lrtotcomp	lrtotcomp	lrtotcomp
ROA	0.9322 (0.6168)	1.4743* (0.7977)	0.6839 (1.0357)	1.2127 (0.7495)	1.5389* (0.8420)	0.6013 (0.9138)	0.8801 (0.9691)	0.6597 (0.9279)	0.9124 (0.9835)
ROA*CEO_Chairman		-1.3561 (0.8396)			-1.1379 (0.9320)		-2.1308** (0.8424)		-1.9448** (0.8630)
ROA*famceo			0.4373 (1.0436)						
ROA*Fond_CEO				-1.2588 (0.9568)	-0.6898 (1.0286)	-0.8233 (1.0609)	0.5564 (1.1076)	-0.7951 (1.0487)	0.4665 (1.0798)
ROA*Discend_CEO						0.9270 (1.0478)	1.6870* (1.0147)		
ROA*EreCEO1stGen								-0.7142 (1.0849)	0.1066 (1.0895)
ROA*EreCEO2ndGen								3.0609** (1.3266)	3.5396*** (1.2891)
famceo			-0.4094** (0.1625)						
Fond_CEO				0.0867 (0.2129)	0.0566 (0.2179)	-0.2191 (0.1913)	-0.3174 (0.1974)	-0.2150 (0.1772)	-0.3037* (0.1835)
Discend_CEO						-0.6456*** (0.1738)	-0.7292*** (0.1771)		
EredeCEO1stGen								-0.4732*** (0.1777)	-0.5501*** (0.1788)
EredeCEO2ndGen								-0.8283*** (0.2451)	-0.9058*** (0.2531)
CEO_Chairman	-0.0585 (0.1026)	0.0322 (0.1158)	0.1290 (0.1100)	-0.0505 (0.1036)	0.0205 (0.1206)	0.1597 (0.1084)	0.3114** (0.1357)	0.1334 (0.1008)	0.2713** (0.1297)
lrsales	0.1760 (0.1103)	0.1731 (0.1111)	0.2249** (0.0973)	0.1805* (0.1081)	0.1759 (0.1101)	0.2407** (0.0945)	0.2408** (0.0947)	0.2446*** (0.0896)	0.2461*** (0.0901)
firmage	0.0215* (0.0116)	0.0218* (0.0115)	0.0195* (0.0112)	0.0218* (0.0118)	0.0219* (0.0117)	0.0163 (0.0105)	0.0158 (0.0104)	0.0153 (0.0103)	0.0148 (0.0102)
star	0.1988 (0.1530)	0.2156 (0.1551)	0.2104 (0.1431)	0.2036 (0.1536)	0.2148 (0.1562)	0.1947 (0.1384)	0.2113 (0.1393)	0.1960 (0.1406)	0.2105 (0.1407)
dual	-0.0773 (0.0993)	-0.0708 (0.0989)	-0.0562 (0.0911)	-0.0876 (0.1025)	-0.0779 (0.1013)	-0.0252 (0.0845)	-0.0060 (0.0793)	0.0082 (0.0792)	0.0231 (0.0764)
age	-0.0067 (0.0070)	-0.0061 (0.0070)	-0.0075 (0.0061)	-0.0058 (0.0066)	-0.0059 (0.0066)	-0.0105* (0.0057)	-0.0109* (0.0056)	-0.0109* (0.0056)	-0.0111** (0.0055)
tenure	0.0187 (0.0134)	0.0181 (0.0131)	0.0200* (0.0117)	0.0179 (0.0130)	0.0179 (0.0128)	0.0272** (0.0106)	0.0282*** (0.0103)	0.0290*** (0.0104)	0.0298*** (0.0102)
ingegnere	-0.0014 (0.1147)	-0.0047 (0.1155)	0.0101 (0.1029)	-0.0137 (0.1149)	-0.0107 (0.1158)	-0.0115 (0.1031)	-0.0026 (0.1008)	-0.0086 (0.1019)	-0.0004 (0.0999)
laurea	-0.1268 (0.1557)	-0.1338 (0.1554)	-0.2410 (0.1653)	-0.1192 (0.1534)	-0.1276 (0.1518)	-0.1225 (0.1302)	-0.1326 (0.1266)	-0.1081 (0.1290)	-0.1178 (0.1253)
Constant	2.8430* (1.4730)	2.7936* (1.4515)	2.6343* (1.3551)	2.7040* (1.4316)	2.7292* (1.4434)	2.6540** (1.3348)	2.6755** (1.3375)	2.6329** (1.2587)	2.6321** (1.2666)
Observations	1084	1084	1084	1084	1084	1084	1084	1084	1084
Number of nfirm	96	96	96	96	96	96	96	96	96

Tabella 23: Analisi econometrica relativa alla relazione CEO pay-performance prendendo in esame le imprese private e famigliari. Viene utilizzata la regressione ad effetti fissi, includendo le dummies temporali. Errori standard robusti all'eteroschedasticità e clusterizzati a livello di impresa sono presenti tra parentesi.

* significant at 10%; ** significant at 5%; *** significant at 1%

Conclusioni

Con questo lavoro di tesi si è voluto fornire un'ulteriore evidenza alla comunque già ricca letteratura riguardante le imprese familiari ed i loro aspetti caratteristici prendendo in esame un campione di società italiane quotate. Tuttavia il focus principale, a differenza della maggior parte dei lavori, è stato rivolto alla figura del fondatore analizzando in base alla carica ricoperta, il suo impatto su diverse misure di performance e sulla relazione CEO pay-performance.

Il confronto è stato fatto considerando anche i discendenti (di sangue o per matrimonio), suddividendo anche tra prima (figli o moglie) e successiva generazione.

Il fondatore, in accordo alla letteratura, viene considerato come portatore unico di competenze e personalità in grado di creare e aggiungere valore all'impresa e di conseguenza un suo addio o morte può essere uno degli eventi principali nella vita della società. Gli eredi potrebbero non essere in grado a continuare il lavoro precedente e si potrebbe arrivare anche al fallimento della stessa impresa.

Nel complesso (in base alle misure di performance considerate, ovvero ROA, ROAEbit, QTobin e DivSales) sono stati confermati i risultati attesi. Nello specifico al fondatore è associato un effetto positivo su tutte le misure di performance quando assume la carica di Chairman, mentre per quanto riguarda la carica di CEO l'effetto è positivo solo sul Q di Tobin. Quindi, per quanto riguarda il ROA ed il rapporto tra dividendi e vendite non è presente nessuna differenza tra il CEO fondatore e un manager esterno, mentre per il Q di Tobin sembrerebbe che il mercato si faccia influenzare positivamente se la carica di CEO viene assunta proprio dal fondatore.

Ai discendenti nel complesso sono associate performance peggiori, principalmente se assumo la carica di CEO (tuttavia per quanto riguarda la carica di Chairman non sono presenti grosse differenze con i manager esterni). Nello specifico, l'effetto della seconda o successiva generazione sul ROA è significativamente negativo, mentre questo effetto negativo considerando il Q di Tobin si verifica per la prima generazione.

Sintetizzando, alla luce dei risultati su questo campione di imprese considerato, sembrerebbe che la situazione migliore per una società sia quella di nominare un CEO esterno (o comunque per il fondatore, se possibile, assumere tale carica) e mantenere il ruolo di Chairman all'interno della dinastia familiare (in modo anche da soddisfare i benefici non monetari).

Anche per quanto riguarda la CEO pay-performance sensitivity sono stati ottenuti risultati interessanti. Nel caso di fondatore CEO si è potuto osservare una scarsa CEO pay-performance sensitivity e di conseguenza uno scarso utilizzo di contratti incentivanti da parte di questa entità. Questo perché il fondatore, anche vista l'enorme ricchezza personale investita, è fortemente legato alla sua impresa e quindi è proprio nel suo interesse permettere una forte crescita della sua impresa senza il bisogno di ricorrere a meccanismi di incentivazione. Dall'altro lato la letteratura etichetta i discendenti come manager maggiormente arroccati, con l'obiettivo ed il desiderio di espropriare la ricchezza della minoranza. A differenza di ciò, si è potuto osservare una CEO pay-performance sensitivity positiva (principalmente per la seconda generazione e successiva), con lo scopo,

ad esempio, di convincere il mercato azionario sulla bontà delle loro azioni e quindi non confermare questa credenza di discendenti fortemente arroccati.

Infine, un'idea per studi futuri potrebbe essere quella di confrontare, sulla linea del lavoro svolto da Cucculelli e Minucci, le performance ottenute prima e dopo il passaggio successorio tra il fondatore ed un discendente per analizzare se e in che misura si verifica un calo delle performance.

Allegati

	(1)	(2)	(3)	(4)
	MktBook	MktBook	MktBook	MktBook
FamFond_CdA	0.3485 (0.3341)			
Fond_CdA		0.3611 (0.2763)		
Discend_CdA		0.0475 (0.2584)		
Fond_CEO			-0.6373 (0.7915)	
Discend_CEO			-0.6715* (0.3775)	
Fond_Chairman				0.0897 (0.4923)
Discend_Chairman				-0.0284 (0.3919)
CEO_Chairman	0.1491 (0.2563)	0.1798 (0.2634)	0.3911 (0.4084)	0.1513 (0.2622)
Irsales	-0.6789** (0.2783)	-0.6833** (0.2811)	-0.6506** (0.2790)	-0.6805** (0.2839)
firmage	-0.0153 (0.0214)	-0.0124 (0.0232)	-0.0237 (0.0211)	-0.0155 (0.0217)
leverage1	3.0571*** (1.0873)	3.0483*** (1.0959)	3.0245*** (1.0926)	3.0307*** (1.0950)
instinv	0.8774*** (0.3223)	0.8875*** (0.3284)	0.8574*** (0.3222)	0.8654*** (0.3216)
star	-0.4418 (0.4538)	-0.4469 (0.4534)	-0.4195 (0.4306)	-0.4426 (0.4340)
dual	-0.1343 (0.2237)	-0.1271 (0.2201)	-0.0473 (0.2435)	-0.1094 (0.2264)
age	-0.0067 (0.0154)	-0.0089 (0.0159)	-0.0070 (0.0184)	-0.0074 (0.0163)
tenure	-0.0243 (0.0293)	-0.0231 (0.0292)	-0.0171 (0.0282)	-0.0232 (0.0290)
family	0.1274 (0.2590)	0.1370 (0.2633)	0.1711 (0.2590)	0.0985 (0.2599)
Constant	10.6660*** (3.3702)	10.7164*** (3.2833)	11.1794*** (3.2767)	10.9836*** (3.3746)
Observations	1522	1522	1522	1522
Number of nfirm	128	128	128	128

Tabella 24a: Analisi econometrica relativa alla relazione founder-MktBook prendendo in esame le sole imprese private. Viene utilizzata la regressione ad effetti fissi, includendo le dummies temporali. Errori standard robusti all'eteroschedasticità e clusterizzati a livello di impresa sono presenti tra parentesi

* significant at 10%; ** significant at 5%; *** significant at 1%.

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	MktBook	MktBook	MktBook	MktBook	MktBook	MktBook
Lone_founder	0.1136 (0.2322)					
Fond_CdA		0.3754 (0.2681)				
Fond_CEO			-0.4173 (0.7056)	-0.6451 (0.7932)		
EredeCEO1stGen				-0.7409* (0.3777)		
EredeCEO2ndGen				-0.5624 (0.5499)		
Fond_Chairman					0.1023 (0.4025)	0.0046 (0.5131)
EredeChair1stGen						-0.3494 (0.3673)
EredeChair2ndGen						0.4476 (0.5751)
CEO_Chairman	0.1505 (0.2565)	0.1817 (0.2643)	0.2237 (0.3470)	0.4012 (0.4135)	0.1499 (0.2523)	0.1777 (0.2605)
Irsales	-0.6721** (0.2830)	-0.6811** (0.2805)	-0.6769** (0.2802)	-0.6568** (0.2863)	-0.6801** (0.2823)	-0.6440** (0.2915)
firmage	-0.0159 (0.0213)	-0.0122 (0.0231)	-0.0198 (0.0212)	-0.0236 (0.0212)	-0.0156 (0.0212)	-0.0198 (0.0229)
leverage1	3.0339*** (1.0918)	3.0465*** (1.0970)	3.0489*** (1.0951)	3.0352*** (1.1000)	3.0293*** (1.0901)	2.9187** (1.1346)
instinv	0.8646*** (0.3240)	0.8857*** (0.3271)	0.8492*** (0.3203)	0.8582*** (0.3231)	0.8649*** (0.3196)	0.8613*** (0.3231)
star	-0.4345 (0.4542)	-0.4457 (0.4530)	-0.4078 (0.4212)	-0.4179 (0.4312)	-0.4436 (0.4374)	-0.4300 (0.4357)
dual	-0.1183 (0.2240)	-0.1266 (0.2196)	-0.0981 (0.2384)	-0.0490 (0.2428)	-0.1104 (0.2192)	-0.1110 (0.2239)
age	-0.0068 (0.0154)	-0.0089 (0.0159)	-0.0034 (0.0198)	-0.0073 (0.0185)	-0.0072 (0.0163)	-0.0079 (0.0161)
tenure	-0.0236 (0.0292)	-0.0230 (0.0292)	-0.0245 (0.0304)	-0.0170 (0.0281)	-0.0233 (0.0298)	-0.0218 (0.0289)
family	0.1014 (0.2570)	0.1348 (0.2629)	0.1266 (0.2627)	0.1738 (0.2590)	0.0971 (0.2573)	0.1037 (0.2564)
Constant	10.8716*** (3.4454)	10.7055*** (3.2770)	11.0154*** (3.3516)	11.2539*** (3.3431)	10.9665*** (3.3463)	10.8505*** (3.3747)
Observations	1522	1522	1522	1522	1522	1522
Number of nfirm	128	128	128	128	128	128

Tabella 24b: Analisi econometrica relativa alla relazione founder-MktBook prendendo in esame le sole imprese private. Viene utilizzata la regressione ad effetti fissi, includendo le dummies temporali. Errori standard robusti all'eteroschedasticità e clusterizzati a livello di impresa sono presenti tra parentesi
* significant at 10%; ** significant at 5%; *** significant at 1%.

Sitografia e Bibliografia

Adams, R., Almeida, H. and Ferreira, D. 2009. Understanding the Relationship between Founder-CEOs and Firm Performance. *Journal of Empirical Finance* 16(1), 136-150.

Adams, R., Almeida, H. and Ferreira, D. 2009. Powerful CEOs and Their Impact on Corporate Performance. *Journal of Empirical Finance* 16(1), 1403-1432.

Aganin, A., & Volpin, P. (2005). The History of Corporate Ownership in Italy. National Bureau of Economic Research, Inc, 325-366.

Aguilera, R., Crespi-Cladera R., 2012. Firm family firms: Current debates of corporate governance in family firms. *Journal of Family Business Strategy* 3, 66-69.

Andres, C. 2008. Large Shareholders and Firm Performance – An Empirical Examination of Founding-family Ownership. *Journal of Corporate Finance* 14(4), 431-445.

Anderson, R., Reeb, D., 2003. Founding family ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500. *Journal of Financial Economics*.

Anderson, R., Mansi, S., Reeb, D., 2003. Founding family ownership and the agency cost of debt. *Journal of Financial Economics* 68, 263–285.

Anderson, R., Duru, A., Reeb, D., 2003. Founders, heirs, and corporate opacity in the United States. *Journal of Financial Economics* 68, 205-222.

Ansari, I., Goergen, M., Mira, S., 2014. The determinants of the CEO successor choice in family firms. *Journal of Corporate Finance* 28, 6-25.

Bartholomeusz, S., Tanewski, G., 2006. The Relationship between Family Firms and Corporate Governance. *Journal of Small Business Management*, 245-267.

Bertrand, M. and Schoar, A. 2006. The Role of Family in Family Firms. *Journal of Economic Perspectives* 20(2), 73-96.

Berzins, J., Bohren, O., Stacescu, B., 2018. The Performance Premium of Family Firms: Evidence from Population Data.

Bertoldi, B., Giachino, C., *Imprenditore e capitalismo familiare tra strategie di crescita, continuità e legame con il territorio*. Giappichelli Editore.

Bianchi, M., Bianco, M., *Italian Corporate Governance in the Last 15 Years: From Pyramids to Coalitions?* (2006, Maggio 23).

Boeker, W. and Goodstein, J. 1993. Performance and Successor Choice: The Moderating Effects of Governance and Ownership. *Academy of Management Journal* 36(1), 172-186.

Bøhren, O., Stacescu, B., Almli, L., Søndergaard, K., 2018. When does the family govern the family firm?

Burkart, M., Panunzi, F. and Shleifer, A. 2003. Family Firms. *Journal of Finance* 58(5), 2167-2202.

Cabrera-Suárez, K., De Saá-Pérez, P., García-Almeida, D., 2001. The succession process from a resource- and knowledge-based view of the family firm. *Fam. Bus. Rev.* 14, 37-46

Chen, T., Dasgupta, S., Yu, T., Transparency and Financing Choices of Family Firm. 2014. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*.

Chen, X., Dai, Z. 2017. Are US family firms subject to agency problems? Evidence from CEO turnover and firm valuation. *Research Collection School of Accountancy*

Chrisman, J.J., Chua, J.H., Litz, A., (2004). Comparing the Agency Costs of Family and Non-Family Firms: Conceptual Issues and Exploratory Evidence. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 36(2), 267-293.

Cucculelli, M., Micucci, G., Family succession and firm performance: Evidence from Italian family firms. 2008. *Journal of Corporate Finance*, 17-31.

Cucculelli, M., Mannarino, L., Pupo, V., Ricotta, F., 2014. Owner-Management, Firm Age, and Productivity in Italian Family Firms. *Journal of Small Business Management*, 325-343.

Ehradt, O., Nowak, E., 2003. Private benefits and minority shareholder expropriation: Empirical evidence from IPOs of German family-owned firms. *CFS Working Paper Series*.

Fama, E., Jensen, M., Separation of Ownership and Control. 1983. *Journal of Law and Economics*.

Favero, C., Giglio, S., Honorati, M., Panunzi, F., 2006. The Performance of Italian Family Firms. *CEPR Discussion Paper No. 5786*.

Gomez-Mejia, L.R., Cruz, C., Berrone, P., & De Castro, J. (2011). The bind that ties: socioemotional wealth preservation in family firms. *Academy of Management Annals*, 5, 653-707.

Hillier, D. and McColgan, P. 2009. Firm Performance and Managerial Succession in Family Managed Firms. *Journal of Business Finance & Accounting* 36(3-4), 461-484.

James, Harvey, 1999, Owner as manager, extended horizons and the family firm, *International Journal of the Economics of Business* 6, 41-56.

Jaskiewicz, P., Block, J., Combs, J., Miller, D., 2017. The effect of Founder and Family Ownership on Hired CEOs' Incentives and Firm Performance. *Entrepreneurship Theory and Practice*

Joyce, W., On the Importance of Family in Family Firms. 2007. *International Business & Economics Research Journal*

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R., 2000. Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 3-27.

Lins, K., Volpin, P., Wagner., H., 2013. Does Family Control Matter? International Evidence from the 2008-2009 Financial Crisis.

Handler, W., Succession in Family Business: A Review of the Research. 1994. *Family Business Review*.

Himmelberg, C. P., Hubbard, R., & Palia, D. (1999). Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance. *Journal of Financial Economics*, 353-384.

Maury, B., 2006. Family ownership and firm performance: Empirical evidence from Western European corporations. *Journal of Corporate Finance* 12, 321-341.

Mengoli, S., Pazzaglia, F., Sapienza, E., (2009). Effect of Governance Reforms on Corporate Ownership in Italy: Is it Still Pizza, Spaghetti, and Mandolino? *Corporate Governance: An International Review*, 629-645.

Miller, D., Le Breton-Miller, I., Lester, R.H., & Cannella, A.A. (2007). Are family firms really superior performers? *Journal of Corporate Finance*, 13(5), 829–858.

Nelson, T., 2003. The persistence of founder influence: management, ownership, and performance effects at initial public offering. *Strateg. Manag. J.* 24, 707–724.

Passeri, R., 2007. *Valutazioni imprenditoriali per la successione nell'impresa familiare*, Firenze University Press.

Schulze William, Richard Dino, Michael Lubatkin, and Ann Buchholtz, 1999, Agency relationships in family firms: Theory and evidence, Working paper, University of Connecticut. 99-116

Stock, J., Watson, M., Peracchi, F., *Introduzione all'econometria*, Pearson.

Villalonga, B. and Amit, R., Trujillo, M., Guzman., 2015. Governance of Family Firms. *Family Business Review*.

Wasserman, N. (2003). Founder CEO succession and the paradox of entrepreneurial success. *Organization Science*, 14(2), 149–172.

Consob. (2017, Giugno). Report on corporate governance of Italian listed Companies. <http://www.consob.it/documents/46180/46181/rcg2017.pdf/7846a42b-1688-4f45-8437-40aceaa2b0e3>

<http://www.aidaf.it/aidaf/le-aziende-familiari-in-italia/>

<http://www.bankpedia.org/index.php/it/88-italian/b/18719-benefici-privati-del-controllo-enciclopedia>

Le privatizzazioni in Italia dal 1992. Studio condotto da Ricerche e Studi S.p.A
https://www.mbres.it/sites/default/files/resources/download_it/rs_priv_testo.pdf

Codice di Autodisciplina

<https://www.borsaitaliana.it/comitato-corporate-governance/codice/2015clean.pdf>

Testo Unico della Finanza. Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58.

http://www.consob.it/documents/46180/46181/dlgs58_1998.pdf/e15d5dd6-7914-4e9f-959f-2f3b88400f88

Dall'Unità ai giorni nostri: 150 anni di Borsa in Italia su analisi De Luca (2002) e Siciliano (2001) Consob

<https://www.ilsole24ore.com>