

# **POLITECNICO DI TORINO**

**Collegio di Ingegneria gestionale**

**Classe LM-31**

**Corso di Laurea in Ingegneria Gestionale**



**TESI DI LAUREA MAGISTRALE**

**Analisi empirica del Placeholder CEO: un profilo ibrido tra  
logiche professionali e conservazione familiare**

**Relatrice:**

***Prof.ssa Laura RONDI***

**Candidato:**

***Francesco BELTRAME***

***Matr. 333788***

**Anno Accademico 2025-2026**

# RINGRAZIAMENTI

Inizio con il ringraziare la Prof.ssa Laura Rondi per avermi guidato con pazienza e competenza. Le sono grato per il supporto tecnico e soprattutto per aver insistito affinché mi mettessi alla prova con questo tipo di lavoro, permettendomi di scoprire un ambito di studio stimolante.

Dedico questo traguardo innanzitutto ai miei nonni Giovanni e Gaudenzio, che non sono più qui per festeggiare con me, ma che mi hanno insegnato tanto sotto ogni punto di vista. Li voglio ricordare soprattutto per il tipo di uomini che sono stati e per i valori che hanno trasmesso a me (e non solo). Spero di poter crescere ancora, con la speranza di diventare anche solo la metà del tipo di uomo che loro son stati.

Un ringraziamento va anche a tutta la famiglia allargata: a mia nonna, agli zii e a tutti i cugini. Grazie per la vostra vicinanza, Grazie all'incoraggiamento che non è mai mancato, Grazie per aver reso ogni momento di festa un'occasione di leggerezza e soprattutto grazie per aver sempre creduto in me.

A seguire, ringrazio tutti i miei amici che non sto ad elencare tutti per non dilungarmi troppo. Ci tengo però a nominarne alcuni, come gli amici di una vita come Merla, Leo, Vinci, Rob e Gabbo. Tra i banchi di scuola, le giornate al centro estivo, le partite di calcio ecc. siamo diventati un gruppo ben affiatato e insieme ne abbiamo vissute tante, anche troppe. Anche se oggi i vari impegni di ognuno ci portano a vederci meno, le esperienze vissute restano e il legame che ci unisce è un punto fermo su cui so di poter contare sempre. A questi, aggiungo anche Simo, Nid e Cri, il trio dei 'vercellesi' che si è unito al gruppo diventandone parte integrante; anche con voi ho condiviso tantissime serate (tra disco e non) e diverse vacanze indimenticabili, 'che vibes'... Tra una risata e l'altra, ci tengo anche a ringraziarvi per quei momenti sinceri di confronto più seri tra di noi, passati a parlare anche del nostro futuro, delle ambizioni di ciascuno e dei propri sogni. Infine, un grazie anche a tutto il gruppo allargato 'Oropanza' per essere stato una presenza fondamentale negli ultimi anni tra un evento e l'altro. In particolare, un grazie agli ormai ex calciatori come Cappe e Nico, ai finti lavoratori come Pave, Luca e Simo, ai sollevatori di panini, creatina e polemiche come Fili e Cisco, ai Data Analyst come Sinone e Pres/Patrick/Patrizio/Malui (non so più come chiamarti) e al team 'Cernobil' con Max e Ludo. Dai tempi in cui eravamo compagni di squadra e vicini in quell'angolo sempre sporco di spogliatoio, in quella mezza stagione con Mister Melara, vi sono grato (non è vero) per avermi integrato qualche anno più tardi nella compagnia con tutti voi (in realtà non avrei mai voluto conoscervi, ma ormai è troppo tardi). Mi sento di spendere ancora due parole per Ludo perché, come sappiamo entrambi, in un ambiente come quello del Politecnico, altamente competitivo quanto tossico in cui è difficile instaurare amicizie sincere che non siano dettate da fini egoistici o esclusivamente legate alla riuscita degli esami, la nostra amicizia sincera è stata un bene per entrambi (chiaramente ciò che ho scritto è tutto falso, anzi muoviti a laurearti). Grazie a tutti ancora per aver fatto parte del percorso e pronti per i prossimi progetti che ci inventeremo insieme.

Proseguendo, voglio ora dedicare un ringraziamento speciale a mio cugino Marco, l'avvocato di famiglia (e mio padrino, così sei contento). Siamo sempre stati diversi sotto alcuni punti di vista: lui estremamente loquace e affettuoso, mentre io più taciturno e anaffettivo. Eppure, fin da quando ero piccolo, ha saputo essere un vero fratello maggiore sotto tanti aspetti. Nonostante io mi ricordi bene quanto si impegnava a 'bullizzarmi' in senso buono con gli altri cugini (quando ancora ero un piccolo analfabeta e lui era per tutti solo 'Pi') o quanto mi sfinisse con i suoi innumerevoli versi, lui c'è sempre stato. In questi anni di università, gli sono grato per i tantissimi pranzi e le cene passate a parlare di tutto, per la sua calma che lo contraddistingue e per la sua capacità di dare sempre buoni consigli. Grazie perché, tra una stupidata e l'altra, riuscivi sempre a farmi ridere e a distrarmi, strappandomi da una costante sensazione di stress e regalarmi momenti di leggerezza, non facendomi mai mancare il tuo sostegno e restando sempre al mio fianco.

Infine, un ringraziamento alla mia mamma. Se festeggio questo traguardo, il merito è in buona parte anche suo: questa laurea non sarebbe stata possibile senza gli insegnamenti che mi hai trasmesso fin da bambino. Grazie per avermi insegnato come approcciare lo studio, bacchettandomi più volte, ma soprattutto per avermi fatto capire il valore della costanza e l'importanza dell'impegno necessario per raggiungere ciò che si vuole. So che non te lo dico mai, ma ti sono profondamente grato per tutto quello che fai e che hai fatto; nonostante gli innumerevoli impegni con la nonna, riesci sempre a trovare il modo e la forza di esserci per me e il papà, anche quando la stanchezza si fa sentire e sei lì con noi ma con il cervello scollegato. Grazie ancora per avermi sempre spronato e per aver creduto in me anche quando io stesso dubitavo delle mie capacità. Ti ringrazio per avermi lasciato anche i miei spazi e per non avermi mai fatto mancare nulla, permettendomi di svolgere questo percorso con una serenità maggiore (o forse è meglio dire, con un pochino di ansia e stress in meno).

Ultimo, ma non per importanza, voglio ringraziare mio papà, sei stato per me una vera spalla e un punto di riferimento insostituibile. Avendo frequentato pure tu il Politecnico anni fa, conoscevi già ogni insidia e ogni difficoltà possibile e per questo sei sempre riuscito a prepararmi al meglio e a tenermi sul pezzo anche nei momenti più duri, perché come diciamo sempre 'è durissima, è sempre tutto in salita'. Sei stato il mio primo tifoso, vivendo ogni esame con una tensione pari alla mia, come se fossi tu a doverlo sostenere di nuovo al posto mio. Grazie per essermi sempre stato vicino, per aver esultato con me e per non avermi mai fatto scoraggiare quando le cose non andavano come sperato. Per concludere, in una famiglia dove quasi tutti sono professori, tu sei stato per lungo tempo l'unica pecora nera, ma da oggi finalmente siamo in due e non sarai più l'unico Ingegnere Beltrame di casa.

# SOMMARIO

Il processo di successione rappresenta uno dei momenti più critici nella vita delle imprese familiari, mettendo a rischio la continuità generazionale e la preservazione del patrimonio socio-emotivo. In questo contesto, emerge la figura del Placeholder CEO: un manager temporaneo, formalmente esterno alla famiglia, incaricato di guidare l'azienda in fasi di transizione. La presente tesi analizza tale figura proponendo una chiave di lettura innovativa: quella del "manager ibrido". Si ipotizza che il placeholder, pur essendo un dirigente professionale, operi seguendo logiche di conservazione tipiche della leadership familiare, distanziandosi dagli incentivi di crescita aggressiva dei Professional CEO standard. L'analisi empirica è condotta su un campione di 187 imprese italiane quotate nella Borsa di Milano nel periodo 2000-2023 con 2967 osservazioni totali, con un focus specifico sulle aziende a controllo familiare. Attraverso l'utilizzo di modelli econometrici a effetti fissi, lo studio indaga l'impatto della presenza del placeholder su tre dimensioni: struttura finanziaria, performance operativa e politiche di investimento. I risultati preliminari evidenziano che le imprese guidate da Placeholder CEO presentano dimensioni significativamente ridotte e una struttura finanziaria più conservativa, con livelli di leva finanziaria simili ai Family CEO e inferiori ai Professional CEO. Emerge tuttavia, da parte del mercato, che le valutazioni risultano inferiori durante il mandato del placeholder, suggerendo che gli investitori percepiscano la natura temporanea della leadership come un segnale di incertezza strategica. Il lavoro contribuisce alla letteratura sulla corporate governance identificando nel placeholder un fiduciario strategico che privilegia la stabilità operativa e la custodia del valore rispetto all'espansione, fungendo da ponte comportamentale tra proprietà e gestione professionale.

# ABSTRACT

The succession process represents one of the most critical phases in the life cycle of family firms, jeopardizing generational continuity and the preservation of socio-emotional wealth. Within this context, the figure of the Placeholder CEO emerges: a temporary manager, formally external to the family, tasked with leading the company during transition periods. This thesis analyzes this role by proposing an innovative interpretation: the "hybrid manager." It is hypothesized that the placeholder, despite being a professional executive, operates according to conservation logics typical of family leadership, distancing themselves from the aggressive growth incentives characteristic of standard Professional CEOs. The empirical analysis is conducted on a sample of 187 Italian companies listed on the Milan Stock Exchange over the 2000-2023 period, comprising a total of 2,967 observations, with a specific focus on family-controlled firms. Using fixed-effects econometric models, the study investigates the impact of Placeholder CEOs across three dimensions: financial structure, operational performance, and investment policies. Preliminary results indicate that firms led by Placeholder CEOs exhibit significantly smaller sizes and a more conservative financial structure, with leverage levels like Family CEOs and lower than Professional CEOs. However, evidence suggests that market valuations are lower during the placeholder's tenure, indicating that investors may perceive the temporary nature of such leadership as a signal of strategic uncertainty. This research contributes to the corporate governance literature by identifying the placeholder as a strategic trustee who prioritizes operational stability and value stewardship over expansion, serving as a behavioral bridge between ownership and professional management.

# INDICE

1	<i>INTRODUZIONE</i> .....	1
2	<i>IL RUOLO DEL CHIEF EXECUTIVE OFFICER E LE TIPOLOGIE DI LEADERSHIP</i> .....	3
2.1	Il CEO come Vertice Esecutivo e Attore Strategico .....	3
2.2	Family CEO: Vantaggi, Svantaggi e Orientamento al Lungo Termine .....	4
2.3	Professional CEO: Competenza Esterna e Allineamento degli Incentivi.....	6
2.4	Il Confronto Strategico tra Family CEO e Professional CEO: Impatto sulla Performance .....	8
2.5	Le Figure di CEO Temporaneo e Transitorio: Placeholder e Interim CEO.....	10
3	<i>LE IMPRESE FAMILIARI: GOVERNANCE E IL PROCESSO DI SUCCESSIONE</i> .....	12
3.1	Caratteristiche Distintive, Diffusione e Obiettivi delle Imprese Familiari .....	12
3.2	Il Patrimonio Socio-Emotivo come Fattore di Governance .....	13
3.3	Il Processo di Successione: Fasi e Criticità .....	14
3.4	I Fattori di Rischio nella Transizione Familiare-Manageriale.....	16
3.5	La Scelta Strategica in una Successione: Continuità, Professionalizzazione o Soluzione Intermedia .....	18
4	<i>IL PLACEHOLDER CEO: DEFINIZIONE, MOTIVAZIONI E IMPLICAZIONI</i> .....	20
4.1	Definizione e Caratteristiche Distintive del Placeholder CEO.....	20
4.2	Il Placeholder come Soluzione di Equilibrio e Riduzione dei Conflitti di Agenzia.....	21
4.3	Le Tre Principali Motivazioni alla Nomina del CEO Temporaneo.....	22
4.4	Autonomia Decisionale e Neutralità Strategica.....	24
5	<i>RIVISITAZIONE CRITICA DELLA LETTERATURA SCIENTIFICA</i> .....	26
5.1	Sviluppo del Dibattito su CEO, Tipologia e Performance Aziendale .....	26
5.2	La Criticità e le Conseguenze della Successione del CEO .....	28
5.3	L'Emergere e le Implicazioni Strategiche del Placeholder CEO .....	30
5.4	Gap della Letteratura e Contributo della Tesi.....	32
6	<i>DOMANDA DI RICERCA E SVILUPPO DELLE IPOTESI</i> .....	33
6.1	Dalla Teoria all'Indagine Empirica: la Messa a Fuoco dell'Obiettivo.....	33
6.2	La Formalizzazione della Domanda di Ricerca .....	33
6.3	Sviluppo delle Ipotesi .....	34
6.3.1	La struttura finanziaria e la politica di indebitamento .....	34
6.3.2	Performance operativa .....	35
6.3.3	Crescita e intensità degli investimenti.....	35
7	<i>METODOLOGIA E DATI</i> .....	37
7.1	Introduzione alla Metodologia.....	37
7.2	Descrizione del Campione e del Dataset .....	37

7.3	Variabili di riferimento .....	39
7.3.1	Variabili Dipendenti .....	39
7.3.2	Variabili Indipendenti .....	40
7.3.3	Variabili di Controllo.....	41
7.4	Modello Econometrico di Riferimento .....	42
8	<i>ANALISI DEI RISULTATI</i> .....	43
8.1	Analisi descrittiva e univariata .....	45
8.2	Presentazione e discussione risultati delle regressioni.....	55
8.2.1	Analisi Baseline.....	55
8.2.2	Analisi con variabili di governance.....	62
9	<i>CONCLUSIONI</i> .....	71
	<i>BIBLIOGRAFIA</i> .....	73
	<i>Appendice</i> .....	77

# 1 INTRODUZIONE

Negli ultimi decenni, la figura del Chief Executive Officer (CEO) ha assunto un ruolo centrale nel dibattito accademico e manageriale, imponendosi come uno degli attori più influenti nella determinazione delle strategie aziendali e dei risultati di performance. Il CEO non rappresenta soltanto il vertice esecutivo, ma incarna le scelte strategiche, la visione di lungo termine e la capacità di risposta ai mutamenti del contesto competitivo. In un panorama economico globale sempre più complesso e volatile, la sua leadership è un fattore critico per il successo o il fallimento di un'impresa, influenzando ogni aspetto, dalla cultura organizzativa alle decisioni di investimento, dalla gestione delle risorse umane alle strategie di mercato. Comprendere le dinamiche di nomina e le implicazioni che ne derivano risulta dunque essenziale per analizzare la governance e il comportamento strategico delle imprese.

Una rilevanza particolare emerge nel contesto delle imprese familiari, che costituiscono la forma d'impresa prevalente in numerosi paesi e che si caratterizzano per l'intreccio unico tra proprietà, controllo e gestione. In queste realtà, la scelta del CEO non è puramente manageriale, ma riflette un complesso equilibrio tra obiettivi economici e obiettivi non finanziari, quali il mantenimento dell'identità, della reputazione, della cultura familiare e, soprattutto, della continuità generazionale. L'impresa familiare, infatti, è spesso vista come un "patrimonio" da tramandare, un lascito che trascende la mera massimizzazione del profitto, incorporando valori e tradizioni di famiglia. Questo rende il processo di successione una fase particolarmente delicata e strategica e spesso carica di tensioni emotive.

Di conseguenza, il processo di successione rappresenta un momento critico e spesso turbolento nella vita di un'impresa familiare. È in questo contesto che, accanto alle figure tradizionali di CEO familiare e CEO professionale, si è sviluppata una forma di leadership intermedia e temporanea: quella del placeholder CEO.

Sebbene questa figura sia sempre più diffusa nella pratica aziendale come soluzione transitoria per gestire incertezza, crisi, o per preparare la strada a un successore definitivo, la letteratura accademica le ha dedicato finora un'attenzione limitata. Rimane infatti ancora largamente inesplorato come questa figura riesca a bilanciare la necessità di stabilità operativa con l'esigenza di preparare l'azienda al futuro, lasciando un'area di ricerca con ampie possibilità di approfondimento. La necessità di comprendere meglio il ruolo e le implicazioni di questa figura diventa quindi impellente, soprattutto in un panorama economico in continua

evoluzione dove la flessibilità e l'adattabilità delle imprese sono messe costantemente alla prova.

Alla luce di queste premesse, l'obiettivo di questa tesi è analizzare la figura del Placeholder CEO, proponendo una chiave di lettura innovativa: quella del manager ibrido. Si ipotizza, infatti, che il placeholder, pur essendo tecnicamente un dirigente professionale, agisca seguendo logiche di conservazione tipiche della leadership familiare, distanziandosi dagli incentivi di breve periodo dei Professional CEO standard. Il lavoro si propone di isolare l'impatto che tale figura esercita sulle politiche finanziarie e sui risultati economici verificando empiricamente se il placeholder funga effettivamente da ponte tra proprietà e gestione.

## 2 IL RUOLO DEL CHIEF EXECUTIVE OFFICER E LE TIPOLOGIE DI LEADERSHIP

Il CEO è la figura centrale di qualsiasi organizzazione moderna, il catalizzatore delle decisioni strategiche e il responsabile ultimo della performance aziendale. La sua funzione va ben oltre la gestione quotidiana, configurandosi come una guida visionaria in grado di plasmare il futuro dell'impresa. Questo capitolo esplora in dettaglio le diverse tipologie di CEO, con un focus particolare sulle differenze tra Family CEO e Professional CEO, per poi introdurre il concetto emergente di CEO temporaneo o placeholder.

### 2.1 Il CEO come Vertice Esecutivo e Attore Strategico

Il Chief Executive Officer occupa la posizione apicale nella gerarchia manageriale di un'organizzazione, fungendo da ponte tra il consiglio di amministrazione e le operazioni quotidiane dell'azienda. La sua figura è stata ampiamente studiata in letteratura, riconoscendogli un ruolo fondamentale nella definizione della direzione strategica e nel conseguimento degli obiettivi aziendali. Il CEO è il principale responsabile della formulazione e implementazione delle strategie aziendali, della gestione delle risorse, della promozione dell'innovazione e della creazione di valore per gli stakeholder.

L'influenza del CEO sulla performance aziendale è un tema dibattuto, con alcuni studi che ne enfatizzano il ruolo dominante (CEO effect) e altri che pongono maggiore attenzione a fattori contestuali e strutturali. Tuttavia, è innegabile che la leadership del CEO sia cruciale per l'adattamento dell'impresa ai cambiamenti del mercato, per la sua capacità di sfruttare nuove opportunità e per la sua resilienza di fronte alle sfide.

Come sottolineato da Adams, Keloharju e Knüpfer (2018), le caratteristiche individuali del CEO hanno un impatto misurabile sulla sua carriera e, di conseguenza, sui risultati aziendali. Utilizzando dati amministrativi svedesi che collegano i risultati dei test di arruolamento militare di quasi un milione di individui con i loro ruoli professionali successivi, gli autori dimostrano che i futuri CEO si distinguono già in gioventù. In particolare, i manager che raggiungono la

posizione di CEO in grandi aziende ottengono punteggi significativamente più alti in tre aree: abilità cognitive (come il ragionamento logico), abilità non cognitive (che includono la stabilità emotiva, la capacità di iniziativa e la maturità sociale) e persino la forma fisica (altezza). Gli autori hanno rilevato che i CEO delle grandi aziende si collocano mediamente nel top 5% della popolazione per una combinazione di questi tre tratti, suggerendo che le predisposizioni alla leadership possono essere identificate molto prima dell'ingresso nel mondo aziendale.

Un CEO di successo deve possedere non solo competenze tecniche e manageriali, ma anche una forte visione strategica, capacità comunicative eccezionali e una solida integrità etica. La sua visione e il suo stile di management permeano l'intera organizzazione, influenzando la cultura aziendale e la propensione al rischio. A questo proposito, Mullins e Schoar (2016) hanno esplorato come i CEO interpretano il proprio ruolo attraverso un'indagine su 800 CEO in 22 economie emergenti. La loro analisi ha rivelato differenze sostanziali: i CEO di imprese familiari tendono a dare priorità alla stabilità occupazionale e a considerarsi responsabili verso un'ampia gamma di stakeholder (dipendenti, banche), mentre i CEO non familiari sono più focalizzati sulla massimizzazione del valore per gli azionisti. Queste diverse "filosofie manageriali" influenzano direttamente le scelte strategiche aziendali.

## 2.2 Family CEO: Vantaggi, Svantaggi e Orientamento al Lungo Termine

Il Family CEO è l'amministratore delegato che appartiene alla famiglia proprietaria e fondatrice dell'impresa. Questa figura è emblematica delle imprese familiari, che mirano a mantenere un controllo diretto sulla gestione e a preservare l'eredità familiare. Sono stati individuati diversi vantaggi e svantaggi associati a questa forma di leadership, spesso analizzati attraverso la lente della Socio-Emotional Wealth (SEW).

Uno dei principali vantaggi attribuiti al Family CEO è la forte identificazione con l'impresa e un orizzonte temporale di lungo periodo, orientato alla conservazione e alla creazione di valore intergenerazionale. Questo orientamento è interpretato attraverso la teoria della SEW, introdotto da Gómez-Mejía et al. (2007) in un articolo che ha ridefinito il campo. Gli autori definiscono la SEW come l'insieme dei benefici non finanziari che le famiglie ottengono

dall'impresa, come il mantenimento del controllo (potere), l'identificazione della famiglia con l'azienda (identità) e la capacità di trasmettere l'eredità alle generazioni future (continuità). Questa teoria postula che le famiglie proprietarie siano disposte a sacrificare parte della performance finanziaria pur di proteggere questo patrimonio emotivo. Minichilli, Nordqvist, Chirico e Corbetta (2014), applicando questa lente a un campione di imprese familiari italiane, hanno dimostrato empiricamente che la volontà di preservare la SEW spinge le famiglie a preferire successori interni, una scelta che si rivela efficace in contesti stabili ma che può danneggiare la performance in settori molto dinamici che richiedono un cambiamento radicale.

Come argomentato da Anderson e Reeb (2003) nel loro studio seminale sulle imprese dell'indice S&P 500 nel periodo 1992-1999, le imprese familiari guidate da un membro della famiglia fondatrice tendono a performare meglio. Analizzando dati di performance contabile (ROA) e di mercato (Q di Tobin), hanno riscontrato che queste aziende mostrano un migliore utilizzo degli asset e una valutazione di mercato più elevata rispetto alle imprese non familiari, attribuendo questo vantaggio a un maggiore allineamento tra proprietà e controllo e a un focus sul lungo termine. Questo può favorire politiche di investimento più prudenti, una minore propensione al rischio finanziario e una maggiore stabilità nella governance.

Tuttavia, sono stati evidenziati anche potenziali svantaggi. La nomina di un membro della famiglia potrebbe basarsi su criteri di continuità o legami di parentela piuttosto che su meritocrazia o competenza, rischiando di compromettere l'efficienza gestionale e l'innovazione. Villalonga e Amit (2006), analizzando un campione di imprese di Fortune 500 tra il 1994 e il 2000, hanno introdotto una sfumatura critica: utilizzando il Q di Tobin come misura del valore d'impresa, hanno dimostrato che il valore aziendale aumenta in modo significativo solo quando il fondatore è ancora CEO. Quando la leadership passa a un discendente, la performance può diminuire, specialmente se la nomina appare dettata da dinamiche di nepotismo piuttosto che da effettive competenze manageriali, portando a una distruzione di valore. Inoltre, il Family CEO potrebbe essere riluttante a intraprendere cambiamenti strategici radicali, a ricorrere a capitale esterno o a delegare poteri. Questo comportamento è stato studiato da Burkart, Panunzi e Shleifer (2003), il loro modello evidenzia un trade-off fondamentale: la proprietà familiare allinea gli interessi tra manager e proprietari (il CEO familiare non agirà contro sé stesso), ma allo stesso tempo facilita il radicamento di un

management potenzialmente incompetente, a danno degli azionisti di minoranza. La paura di perdere il controllo, che diluirebbe anche i "benefici privati" del controllo (come la possibilità di assumere parenti), porta le imprese familiari a evitare il finanziamento esterno, limitandone la crescita.

Un fenomeno simile è stato studiato da Claessens et al. (2002) su un campione di quasi 3.000 imprese in nove paesi dell'Est asiatico. Hanno dimostrato che le famiglie spesso utilizzano strutture complesse come le piramidi societarie per separare il diritto al controllo dai diritti sui flussi di cassa. Questo permette loro di controllare vaste reti di imprese con un investimento di capitale relativamente piccolo, ma crea forti incentivi all'espropriazione degli azionisti di minoranza, con un impatto negativo sul valore aziendale.

Il Family CEO, come discusso da Bandiera et al. (2018), può anche influenzare le pratiche di gestione interne. Il loro studio, basato su una metodologia innovativa che ha previsto la codifica dei diari di 1.114 CEO in sei paesi, ha rivelato che i CEO familiari lavorano circa il 9% di ore in meno rispetto ai CEO professionali. Questa differenza nell'impegno lavorativo, positivamente correlata con la produttività aziendale, spiega circa il 18% del divario di performance tra imprese familiari e no.

## **2.3 Professional CEO: Competenza Esterna e Allineamento degli Incentivi**

Il Professional CEO, o CEO esterno, è un manager assunto al di fuori della famiglia proprietaria, selezionato per le sue competenze manageriali, la sua esperienza nel settore e la sua comprovata capacità di generare risultati. La sua nomina è spesso motivata dalla necessità di introdurre nuove prospettive, professionalizzare la gestione, o guidare l'azienda attraverso fasi di crescita, ristrutturazione o internazionalizzazione.

I principali vantaggi associati alla nomina di un Professional CEO includono una maggiore oggettività nelle decisioni strategiche, una minore influenza da parte delle dinamiche familiari e una potenziale maggiore apertura all'innovazione e al cambiamento. Questi CEO sono

generalmente orientati alla massimizzazione del valore per gli azionisti nel breve-medio termine e possono essere più propensi ad adottare strategie aggressive di investimento, espansione e diversificazione. La loro retribuzione è spesso legata alla performance aziendale, creando un forte allineamento di incentivi con gli obiettivi economici dell'impresa. Un Professional CEO può portare con sé una vasta rete di contatti e una profonda conoscenza delle migliori pratiche di settore, contribuendo a modernizzare l'organizzazione e a migliorare la sua competitività.

Tuttavia, anche la figura del Professional CEO presenta delle criticità, specialmente nel contesto delle imprese familiari. Il rischio principale è rappresentato dai conflitti di agenzia, dove gli interessi del manager possono divergere da quelli dei proprietari. Un CEO esterno potrebbe perseguire obiettivi personali, come la massimizzazione del proprio stipendio o la costruzione di un "impero" manageriale, a scapito della stabilità o della visione a lungo termine della famiglia, come discusso da Burkart, Panunzi e Shleifer (2003).

Morck, Stangeland e Yeung (2000) hanno esaminato inoltre come il controllo familiare possa influenzare le decisioni strategiche e le performance a livello macroeconomico. Analizzando dati sulle imprese canadesi, hanno coniato l'espressione "la malattia canadese" per descrivere come la prevalenza di un controllo ereditario in poche mani possa portare a un'economia meno dinamica, con minori investimenti in R&S e una crescita più lenta, suggerendo che l'introduzione di manager esterni non è sempre una soluzione priva di sfide, specialmente quando la famiglia detiene un controllo significativo. Inoltre, l'integrazione di un Professional CEO in un'impresa familiare può essere complessa a causa delle differenze culturali e di valore. La famiglia potrebbe essere riluttante a cedere il controllo o a delegare pienamente le decisioni strategiche, creando attriti e rallentando l'implementazione delle nuove strategie.

## 2.4 Il Confronto Strategico tra Family CEO e Professional CEO: Impatto sulla Performance

Il confronto tra Family CEO e Professional CEO è uno dei temi più studiati nella letteratura sulla corporate governance. Non esiste una forma di leadership universalmente superiore, poiché l'efficacia dipende dal contesto specifico, come dimostrato, tra gli altri, da Miller, Le Breton-Miller e Lester (2011) e da Cucculelli e Micucci (2008). Quest'ultimo studio, analizzando un ampio campione di imprese familiari italiane, ha trovato che la successione familiare porta in media a un calo della performance, ma questo effetto negativo scompare e addirittura si inverte per le imprese che operano in settori a bassa tecnologia e che hanno pianificato la successione con largo anticipo, evidenziando l'importanza del contesto e della preparazione.

L'impatto sulla performance e sul valore d'impresa è significativo e si manifesta in diverse aree:

- **Performance:** Le imprese guidate da Family CEO spesso mostrano una maggiore stabilità dei risultati nel lungo periodo, attribuibile alla minore propensione al rischio, alla forte identificazione con l'azienda e all'orientamento alla sopravvivenza intergenerazionale. La ricerca di Anderson e Reeb (2003) e, più recentemente, Amore et al. (2021) sulle successioni familiari "di ritorno", ha suggerito che un Family CEO ben qualificato può apportare un valore significativo. Al contrario, i Professional CEO tendono ad adottare strategie più aggressive di investimento ed espansione, orientate alla creazione di valore per gli azionisti nel breve-medio termine, attraverso fusioni e acquisizioni, ristrutturazioni o innovazione di prodotto/processo come discusso da Fahlenbrach (2009).
- **Struttura Finanziaria (Valore d'Impresa):** La tipologia di CEO influenza anche le politiche di finanziamento e la struttura del capitale. Le imprese con Family CEO presentano spesso livelli di leva finanziaria inferiori, prediligendo l'autofinanziamento per evitare il rischio di perdita di controllo o di diluizione della proprietà familiare (Villalonga e Amit, 2006). Perez-Gonzalez (2006), in uno studio sulle successioni in imprese quotate statunitensi, ha mostrato come le imprese che nominano un CEO familiare sottoperformino significativamente rispetto a quelle che scelgono un esterno. Misurando la performance con il rendimento operativo sulle attività (ROA) e i rapporti

market-to-book, ha trovato che la sottoperformance è particolarmente accentuata quando il successore familiare non proviene da un'università selettiva, interpretando questo risultato come una forte evidenza di nepotismo dannoso. Le imprese gestite da Professional CEO hanno invece un maggiore accesso al capitale esterno, favorendo strategie di espansione e diversificazione, ma aumentando i costi di agenzia e l'esposizione al rischio finanziario. Questo è particolarmente vero in contesti con debole protezione degli investitori, come analizzato da Volpin (2002): il suo studio sulle imprese quotate italiane ha mostrato che, in assenza di una forte tutela legale per gli azionisti di minoranza, la probabilità di sostituire un CEO per scarse performance è molto più bassa, il che aumenta la discrezionalità dei manager e i potenziali costi di agenzia.

- Innovazione: L'orientamento all'innovazione è un'altra area di divergenza. Amore et al. (2023), analizzando un vasto campione di imprese danesi, hanno esaminato la relazione tra successione del CEO e innovazione, misurata dal numero di brevetti e citazioni. I loro risultati, ottenuti con una metodologia difference-in-differences, indicano sorprendentemente che la nomina di un Family CEO è associata a un aumento dell'attività innovativa. Questo effetto è particolarmente forte se il successore familiare ottiene un'ottima educazione, come possedere una laurea in ingegneria o business. Questo suggerisce che la combinazione di un orizzonte a lungo termine e di competenze specifiche possa creare un ambiente favorevole all'innovazione.

Miller, Le Breton-Miller e Lester (2011) hanno confrontato le strategie adottate in funzione della tipologia di CEO, riscontrando che i Family CEO tendono a mantenere strategie conservative, focalizzate sulla preservazione del capitale e sulla stabilità. I CEO esterni, invece, adottano strategie più orientate alla crescita e all'espansione, anche internazionale. Questi risultati supportano la teoria della SEW, secondo cui le scelte del CEO familiare sono volte a proteggere il patrimonio emotivo e identitario della famiglia.

## 2.5 Le Figure di CEO Temporaneo e Transitorio: Placeholder e Interim CEO

In contesti di elevata incertezza, come durante un delicato processo di successione generazionale o in situazioni di crisi improvvisa, le imprese possono ricorrere a figure di leadership temporanea. Queste figure, spesso identificate come interim CEO o placeholder CEO, non rappresentano solo una semplice misura di emergenza, ma configurano una vera e propria soluzione strategica volta a garantire continuità operativa e stabilità, colmando il vuoto di potere in attesa della nomina di un successore definitivo.

Un interim CEO è generalmente un dirigente senior che assume temporaneamente la leadership esecutiva, spesso proveniente dall'interno dell'azienda, ma senza un mandato a lungo termine. Il suo compito principale è mantenere la rotta, gestire le operazioni quotidiane e preparare il terreno per il nuovo CEO, evitando vuoti decisionali che potrebbero essere sfruttati dai competitor. Non possedendo l'orizzonte temporale o il mandato politico per avviare trasformazioni radicali, la letteratura suggerisce che gli interim CEO tendono ad adottare politiche conservative, riducendo gli investimenti in progetti rischiosi e limitando la leva finanziaria, con l'obiettivo di preservare il capitale e contenere la volatilità. Ballinger e Marcel (2010), analizzando le successioni in imprese quotate statunitensi, hanno evidenziato come la presenza di interim CEO sia associata a una performance inferiore durante il periodo di transizione, interpretando questo dato come il costo della paralisi strategica. Tuttavia, hanno anche notato che questo effetto negativo è mitigato se l'interim CEO detiene anche la carica di presidente del consiglio di amministrazione, suggerendo che un maggiore potere formale e una chiara legittimazione possano garantire più stabilità ed efficacia decisionale anche in un mandato breve.

Il placeholder CEO è una figura ancora più specifica, spesso nominata in contesti familiari per fungere da custode del patrimonio aziendale e della visione familiare. In questa tesi, si propone una visione innovativa del Placeholder CEO come "figura ibrida": sebbene egli sia formalmente un Professional CEO (per mancanza di legami di sangue con la proprietà), il suo mandato temporaneo e la sua missione di custodia lo portano ad adottare una logica d'azione tipica del Family CEO. Egli non agisce con l'aggressività strategica tipica dei manager esterni in cerca di visibilità sul mercato del lavoro, ma opera per preservare la Socio-Emotional Wealth (SEW), garantendo una transizione protetta. Questo concetto è stato formalizzato e analizzato

empiricamente in due lavori fondamentali e complementari: Amore et al. (2024) e Bennedsen et al. (2020). Entrambi gli studi utilizzano vasti dataset di imprese familiari europee e mostrano che il ricorso a un CEO temporaneo è una strategia deliberata e diffusa (riguarda oltre il 20% delle successioni), utilizzata principalmente per "tenere il posto" a un erede designato.

La differenza fondamentale tra un interim CEO generico e un placeholder CEO risiede spesso nella motivazione sottostante alla nomina e nella sua durata implicita: l'interim può essere una soluzione a breve termine per una vacanza improvvisa di ruolo (es. dimissioni o morte del predecessore), mentre il placeholder rappresenta una scelta più strategica e deliberata, spesso legata a dinamiche familiari di lungo periodo.

Queste figure transitorie rappresentano un interessante campo di studio, poiché la loro influenza sulla strategia e sulla performance aziendale, pur essendo temporanea, può avere un impatto significativo e duraturo, determinando le condizioni di partenza per il futuro leader. Soprattutto nel contesto delle imprese familiari, dove il passaggio generazionale è un momento di massima vulnerabilità, comprendere se affidarsi a un traghettatore interno o esterno diventa una questione di sopravvivenza dell'impresa stessa.

## 3 LE IMPRESE FAMILIARI: GOVERNANCE E IL PROCESSO DI SUCCESSIONE

Le imprese familiari rappresentano la spina dorsale di molte economie globali, caratterizzandosi per una struttura proprietaria e gestionale unica, in cui gli obiettivi economici si intrecciano indissolubilmente con quelli familiari. Comprendere le loro peculiarità, le dinamiche di governance e, in particolare, il complesso processo di successione è fondamentale per apprezzare il contesto in cui emerge la figura del placeholder CEO.

### 3.1 Caratteristiche Distintive, Diffusione e Obiettivi delle Imprese Familiari

Le imprese familiari si distinguono dalle loro controparti non familiari per la significativa influenza di una o più famiglie sulla proprietà, la gestione e la governance. Questa influenza si manifesta in diversi modi, dalla presenza di membri della famiglia in posizioni chiave di leadership, alla rappresentanza nel consiglio di amministrazione, fino al controllo della maggioranza delle quote azionarie. La loro diffusione è notevole: si stima che costituiscano la maggioranza delle imprese in molti paesi, contribuendo in modo significativo all'occupazione e al PIL. Ad esempio, Landes (2006) nel suo lavoro sulle dinastie, evidenzia attraverso l'analisi qualitativa di grandi famiglie imprenditoriali come i Rothschild, i Ford o i Baring, la pervasività e la resilienza delle imprese familiari attraverso la storia economica, ma anche i rischi legati a successioni mal gestite. Gli obiettivi delle imprese familiari sono spesso più complessi e multidimensionali rispetto a quelli delle imprese gestite da manager esterni. Infatti, oltre alla massimizzazione del profitto, queste imprese perseguono obiettivi non finanziari, come il mantenimento del controllo familiare, la trasmissione dei valori e della cultura familiare, la conservazione della reputazione e l'assicurazione della continuità generazionale. Questi obiettivi sono sintetizzati nel concetto di Socio-Emotional Wealth.

Le caratteristiche distintive delle imprese familiari includono:

- Orientamento al Lungo Termine: La famiglia proprietaria tende a considerare l'impresa come un patrimonio da tramandare, il che favorisce un orizzonte temporale più esteso

per gli investimenti e le decisioni strategiche (Miller, Le Breton-Miller e Lester, 2011). Questo permette di sopportare periodi di redditività ridotta pur di garantire la sopravvivenza dell'azienda.

- **Forte Identificazione:** I membri della famiglia spesso si identificano profondamente con l'impresa, considerandola un'estensione della propria identità personale e sociale. Questo può tradursi in un maggiore impegno e dedizione, dedizione e spirito di sacrificio nei momenti di maggiore difficoltà.
- **Controllo Accentuato:** La famiglia mira a mantenere il controllo decisionale e proprietario, anche a costo di sacrificare opportunità di crescita che implicherebbero la diluizione della proprietà. Questo è stato ampiamente studiato da Claessens et al. (2002) che hanno esaminato l'incentivo e gli effetti di radicamento delle grandi partecipazioni azionarie (spesso presenti nelle imprese familiari), evidenziando come il desiderio di controllo possa talvolta limitare l'efficienza allocativa delle risorse.
- **Cultura Unica:** Le imprese familiari sviluppano spesso una cultura aziendale distintiva, intrisa dei valori e delle tradizioni della famiglia, che può rappresentare sia un punto di forza (lealtà dei dipendenti, fiducia degli stakeholder) che una debolezza (resistenza al cambiamento, chiusura verso l'esterno).

### **3.2 Il Patrimonio Socio-Emotivo come Fattore di Governance**

Il concetto di Socio-Emotional Wealth è diventato un pilastro fondamentale per comprendere il comportamento delle imprese familiari. Introdotto da Gómez-Mejía et al. (2007), il SEW rappresenta gli aspetti non finanziari che la famiglia proprietaria cerca di preservare e accumulare attraverso l'impresa. Questi includono il controllo familiare, l'identità e la reputazione della famiglia, la capacità di influenzare le decisioni strategiche, la trasmissione di valori ai futuri eredi e la possibilità di impiegare membri della famiglia.

Questo può portare a scelte che, dal punto di vista puramente finanziario, potrebbero sembrare sub-ottimali, ma che sono razionali se considerate nel contesto degli obiettivi familiari. Ad esempio, una famiglia potrebbe rinunciare a un'opportunità di espansione internazionale o a una fusione vantaggiosa se questa richiedesse l'ingresso di capitali esterni massicci e la conseguente diluizione del controllo, pur di mantenere l'autonomia decisionale intatta.

Minichilli et al. (2014), in uno studio su oltre 1.600 imprese familiari italiane, hanno applicato la prospettiva della SEW all'analisi dei meccanismi di successione del CEO. Hanno scoperto che le imprese più anziane e con una forte identità familiare sono significativamente più propense a scegliere un successore interno (un familiare). Questa scelta, pur proteggendo la SEW, è risultata negativamente correlata alla performance in ambienti competitivi e dinamici, dimostrando come la protezione del patrimonio socio-emotivo influenzi le scelte relative al successore e, di conseguenza, la performance delle imprese familiari.

La SEW influenza profondamente la governance delle imprese familiari, fungendo da filtro per le decisioni strategiche. In un certo senso, può essere vista come un "costo di agenzia" unico delle imprese familiari, dove i benefici non finanziari derivanti dal controllo familiare sono valutati al pari o anche più dei rendimenti economici.

### **3.3 Il Processo di Successione: Fasi e Criticità**

La successione rappresenta uno dei momenti più critici e complessi nella vita di una family firm: essa non è una transizione meramente formale o legale, ma un processo multidimensionale che coinvolge aspetti strategici, emotivi, relazionali, finanziari e psicologici. Il successo o il fallimento di questo passaggio può determinare la sopravvivenza stessa dell'impresa, segnando il confine tra continuità e declino.

Handler (1994), in una delle prime e più influenti rassegne della letteratura sul tema, ha identificato la successione non come un evento puntuale, ma come un processo che si sviluppa in diverse fasi, influenzato da un intreccio di dinamiche familiari, individuali e organizzative. Questo approccio processuale è stato fondamentale per spostare la ricerca

dalla semplice analisi dell'evento di successione alla comprensione delle sue dinamiche a lungo termine. Generalmente, il processo può essere distinto in tre fasi principali:

1. **Pianificazione e Selezione del Successore:** Questa fase preparatoria è cruciale e spesso inizia anni prima dell'effettivo passaggio di consegne. Include l'identificazione dei potenziali candidati all'interno della famiglia, la definizione di percorsi formativi accademici e professionali (spesso anche esterni all'azienda di famiglia), e il processo di "socializzazione" dell'erede ai valori aziendali. È il momento in cui si dovrebbero stabilire criteri di selezione oggettivi per evitare future accuse di nepotismo e per allineare le aspettative tra le generazioni.
2. **Fase di Transizione:** Include il passaggio effettivo delle responsabilità dal CEO uscente al successore. Questa fase è spesso caratterizzata da un periodo di affiancamento o co-leadership, che può rivelarsi estremamente delicato. Se da un lato permette il trasferimento di conoscenza tacita e relazionale, dall'altro può generare confusione nei ruoli se il predecessore non è disposto a cedere realmente potere, creando un'ambiguità di leadership che paralizza l'organizzazione.
3. **Periodo Post-Successione:** Riguarda l'adattamento del nuovo CEO al ruolo, la consolidazione del suo potere e l'implementazione della sua visione strategica. In questa fase, il successore deve guadagnarsi la legittimazione non solo dai membri della famiglia, ma anche dagli stakeholder esterni (banche, clienti) e dai dipendenti non familiari, dimostrando di meritare il ruolo per competenza e non solo per diritto di nascita.

Le statistiche riportate in letteratura sottolineano l'estrema difficoltà di questo percorso: Cucculelli e Micucci (2008), analizzando dati longitudinali su migliaia di imprese manifatturiere italiane, stimano che circa il 30% delle imprese familiari riesca a sopravvivere alla seconda generazione, con percentuali che scendono poi intorno al 10–13% per la terza. Sebbene questi numeri debbano essere interpretati con cautela metodologica, essi rivelano una fragilità strutturale: il tasso di insuccesso non è distribuito casualmente, ma colpisce sproporzionatamente quelle imprese che non riescono a scindere le dinamiche affettive dalla necessità di competenze manageriali evolute. Il calo di performance post-successione evidenziato dagli autori suggerisce che molte imprese falliscono non per condizioni di mercato

avverse, ma per l'incapacità di replicare, nella generazione successiva, il talento imprenditoriale del fondatore o di dotarsi di strutture di governance adeguate a colmare tale divario. Tali evidenze rendono manifesta l'importanza vitale di una pianificazione tempestiva e ben strutturata, che trasformi la successione da evento traumatico a processo governato.

In questa prospettiva, Le Breton-Miller e Miller (2007) hanno aggiunto che il successo della successione non può essere affidato al caso o al solo legame di sangue, ma dipende anche dalla presenza di meccanismi transitori e da un approccio integrato. Una successione efficace deve considerare simultaneamente tre dimensioni interdipendenti: la preparazione tecnica e psicologica del successore, la gestione delicata delle relazioni familiari e la pianificazione strategica dell'impresa. Spesso, i tempi di maturazione di queste tre dimensioni non coincidono: l'azienda potrebbe aver bisogno di una nuova strategia prima che l'erede sia pronto a implementarla, o la famiglia potrebbe necessitare di tempo per metabolizzare il passaggio di potere. La necessità di gestire la complessità di queste fasi apre la strada alla comprensione del ruolo dei CEO temporanei come cuscinetto strategico.

### **3.4 I Fattori di Rischio nella Transizione Familiare-Manageriale**

La transizione del CEO nelle imprese familiari è intrinsecamente legata a numerosi fattori di rischio che possono compromettere la stabilità e la performance aziendale. Questi rischi derivano dalla commistione di dinamiche familiari e logiche manageriali, rendendo il processo più complesso rispetto alle imprese non familiari.

I problemi si manifestano principalmente in diverse aree:

- **Gap di Competenze:** Spesso, la scelta del successore familiare può non essere basata esclusivamente sulle competenze o sull'esperienza, ma sulla linea di discendenza o sull'ordine di nascita (primogenitura). Questo può creare un divario tra le capacità manageriali richieste dalla complessità del ruolo e quelle effettivamente possedute dal successore.

- **Conflitti Familiari:** La ripartizione del potere, delle risorse e le aspettative dei vari membri della famiglia possono generare conflitti intensi che si riverberano sulla gestione aziendale. Ansari et al. (2014), esaminando le successioni in un campione di imprese familiari quotate nel Regno Unito, hanno evidenziato il ruolo critico delle dinamiche di potere. I loro risultati econometrici mostrano che la probabilità di nominare un successore familiare aumenta significativamente con la percentuale di azioni detenute dalla famiglia e con la presenza di membri familiari nel consiglio di amministrazione, indicando che la scelta del successore è spesso una questione di mantenimento del potere e controllo piuttosto che una decisione puramente meritocratica.
- **Mancanza di Trasparenza:** Spesso, i processi di valutazione e selezione dei successori all'interno delle imprese familiari possono mancare di trasparenza e formalizzazione, generando insoddisfazione e sfiducia sia tra i membri della famiglia esclusi sia tra i manager esterni talentuosi che vedono precluso il vertice aziendale.
- **Resistenza al Cambiamento:** Il CEO uscente, spesso il fondatore o un membro della generazione precedente, può avere difficoltà psicologiche a cedere completamente il potere, ostacolando le nuove strategie introdotte dal successore. Anche il resto della famiglia e dell'organizzazione, abituati ad un certo stile di leadership, possono resistere al cambiamento.
- **Vincoli Finanziari:** Esigenze di liquidità legate a divisioni patrimoniali tra eredi o scelte di capitale orientate alla conservazione del controllo possono limitare le opzioni di finanziamento e le strategie di crescita, rendendo l'impresa più vulnerabile durante la transizione.

Bennedsen et al. (2007) hanno dimostrato empiricamente che le successioni familiari generano, in media, una riduzione della performance aziendale. Tale flessione non è inevitabile, ma si manifesta in particolare quando il successore familiare non possiede esperienza o competenze adeguate e la nomina avviene per primogenitura piuttosto che per merito. Questo fenomeno segnala al mercato che l'impresa sta privilegiando i benefici privati del controllo rispetto all'efficienza economica. Questo conferma che la successione è una fase di vulnerabilità strategica in cui la famiglia può scegliere soluzioni temporanee per

proteggere la continuità e mitigare i rischi di un passaggio prematuro a un erede inadeguato. La ricerca e gli studi di Bennedsen et al. degli anni successivi offrono poi un quadro ulteriore delle complessità decisionali in questi contesti, suggerendo che le famiglie sono consapevoli di questo trade-off tra controllo e performance. Viene mostrato ad esempio come, in settori ad alta intensità di capitale o rapida evoluzione tecnologica, il gap manageriale di un erede non preparato sia ancora più distruttivo. Di conseguenza, l'adozione di strutture di leadership transitorie diventa uno strumento sofisticato per colmare il divario di capitale umano senza cedere definitivamente le chiavi dell'azienda, in attesa che le condizioni per una leadership familiare stabile e competente siano pienamente maturate.

### **3.5 La Scelta Strategica in una Successione: Continuità, Professionalizzazione o Soluzione Intermedia**

Di fronte al delicato processo di successione, le imprese familiari si trovano di fronte a una scelta strategica fondamentale riguardo alla tipologia di leadership da adottare per il futuro. Questa decisione può essere ricondotta a tre opzioni principali: la continuità familiare, la professionalizzazione della gestione, o l'adozione di una soluzione intermedia.

La continuità familiare implica la nomina di un membro della famiglia come nuovo CEO. Questa scelta rappresenta l'opzione più naturale e spesso preferita, motivata dal desiderio di preservare l'identità, i valori e la cultura dell'impresa, garantendo un forte allineamento con gli obiettivi della SEW. I vantaggi includono una maggiore stabilità e un orizzonte temporale di lungo periodo, ma i rischi sono legati alla possibilità di nepotismo e alla mancanza di competenze manageriali adeguate nel successore. Amore et al. (2021), esaminando il ritorno di successioni familiari, hanno mostrato che tali scelte possono essere efficaci se il successore è ben preparato. Il rischio è quello di cadere in una trappola di competenza, dove la fedeltà e l'appartenenza vengono privilegiate a scapito delle capacità manageriali necessarie per competere in scenari globali, portando ad un lento declino delle performance.

La professionalizzazione della gestione, al contrario, implica una rottura con la tradizione proprietaria attraverso l'inserimento di un Professional CEO esterno. Questa strada viene

percorsa solitamente quando l'impresa raggiunge dimensioni tali da richiedere competenze specialistiche che la famiglia non possiede, o quando è necessario un risanamento radicale libero da vincoli affettivi. I vantaggi includono l'introduzione di nuove prospettive e una maggiore efficienza gestionale, ma i rischi sono legati ai potenziali conflitti di agenzia e alla difficoltà di integrare un manager esterno in una cultura familiare consolidata. Miller et al. (2007) hanno messo in discussione l'idea di una superiorità universale delle imprese familiari, sostenendo che la loro performance dipende fortemente dal contesto. Analizzando una vasta letteratura, hanno concluso che le imprese familiari performano meglio in contesti stabili, ma possono trovarsi in difficoltà in ambienti dinamici che richiedono innovazione e agilità, dove un CEO esterno potrebbe essere più efficace. Invece, Mullins e Schoar (2016), attraverso la loro indagine diretta sui CEO, hanno approfondito le diverse filosofie di gestione, suggerendo che la transizione verso un CEO professionale richiede un attento allineamento culturale e strategico, altrimenti si rischia un "rigetto" da parte dell'organizzazione. Lo scontro tra le logiche manageriali può paralizzare l'azienda, portando alla rimozione precoce del manager esterno e ad un traumatico ritorno al passato.

Proprio dall'insufficienza o dalla prematurità di queste due opzioni che emerge la rilevanza strategica della soluzione intermedia emerge. In questo scenario, l'impresa nomina un CEO temporaneo per gestire la transizione e non è un semplice atto di procrastinazione. Spesso, la famiglia si trova in una situazione di stallo: l'erede designato è ancora troppo giovane o inesperto per guidare l'azienda (rendendo rischiosa la continuità immediata), ma la famiglia non è psicologicamente pronta o disposta a cedere il controllo a un esterno in via definitiva (rendendo impraticabile la professionalizzazione totale). La soluzione intermedia agisce come una valvola di sfogo per questa tensione. Il CEO temporaneo funge da "cuscinetto di governance": permette di testare nuovi assetti manageriali senza renderli irreversibili, di sanare conflitti interni prima che impattino sul nuovo leader definitivo, e di comprare quel tempo prezioso necessario affinché l'erede completi il suo percorso di maturazione o affinché la famiglia metabolizzi il cambiamento. Questa strategia offre, in termini di opzioni reali, la flessibilità di rimandare la decisione irreversibile a un momento in cui l'incertezza sarà minore, mitigando il rischio di un fallimento della successione che potrebbe rivelarsi fatale per l'impresa.

## 4 IL PLACEHOLDER CEO: DEFINIZIONE, MOTIVAZIONI E IMPLICAZIONI

Nel panorama in evoluzione della governance aziendale, la figura del placeholder CEO ha guadagnato una crescente rilevanza, in particolare nel contesto delle imprese familiari. Questo capitolo si propone di definire in modo più preciso il placeholder CEO, esplorare le motivazioni strategiche che portano alla sua nomina e analizzare le implicazioni che tale scelta ha sulla governance, la performance e le dinamiche di potere aziendale.

### 4.1 Definizione e Caratteristiche Distintive del Placeholder CEO

Il placeholder CEO, letteralmente "CEO segnaposto", è un manager nominato con un mandato esplicitamente o implicitamente temporaneo, il cui ruolo primario è quello di gestire l'azienda durante un periodo di transizione, in attesa della nomina di un successore definitivo. A differenza di un interim CEO che spesso subentra in emergenza per una vacanza improvvisa del ruolo, il placeholder è tipicamente frutto di una decisione strategica più ponderata, specialmente nelle imprese familiari.

Amore et al. (2024) e Bennedsen et al. (2020) hanno contribuito in modo significativo a formalizzare il concetto di CEO temporaneo, definendolo come un manager nominato con un mandato limitato e spesso con l'obiettivo di preparare la maturazione di un successore definitivo, tipicamente un membro della famiglia. Questi studi evidenziano che oltre il 20% delle successioni nelle imprese familiari europee coinvolge la nomina di un CEO transitorio, spesso per stabilizzare le operazioni e preservare il controllo familiare.

Le caratteristiche distintive del placeholder CEO includono:

- **Mandato Temporaneo:** La sua nomina è concepita come una soluzione transitoria, con una scadenza predefinita o implicita.
- **Ruolo di Custode:** Agisce come un custode del valore aziendale e della visione strategica esistente, piuttosto che come un innovatore radicale. Il suo obiettivo primario è mantenere la stabilità e la continuità.

- **Neutralità Strategica:** Data la natura temporanea del suo incarico, è meno propenso a intraprendere decisioni strategiche di lungo periodo o investimenti ad alto rischio, focalizzandosi sulla gestione ordinaria.
- **Preparazione per il Futuro:** Spesso, il placeholder è nominato per consentire a un futuro successore di acquisire esperienza, formazione o di risolvere eventuali conflitti interni che potrebbero ostacolare una nomina definitiva.
- **Bassa Propensione al Rischio:** Come evidenziato da Fee, Hadlock e Pierce (2013) e Ballinger e Marcel (2010) per i CEO ad interim, i placeholder tendono ad adottare politiche conservative, riducendo gli investimenti in progetti rischiosi e limitando la leva finanziaria per preservare il capitale.

## 4.2 Il Placeholder come Soluzione di Equilibrio e Riduzione dei Conflitti di Agenzia

La nomina di un Placeholder CEO è una soluzione di equilibrio strategico che emerge in un momento critico, quando i conflitti di interesse tra proprietà (spesso la famiglia) e management rischiano di paralizzare l'impresa. Nelle imprese familiari la principale fonte di conflitto non è necessariamente tra azionisti diffusi e manager, ma tra azionisti di maggioranza (la famiglia) e azionisti di minoranza o manager esterni. La famiglia, specialmente se fortemente coinvolta nell'azionariato e nella gestione storica, teme che un CEO esterno, se dotato di un mandato pieno e a lungo termine, possa perseguire obiettivi opportunistici o acquisire un potere eccessivo, che lo renda inamovibile. Come analizzato da Burkart, Panunzi e Shleifer (2003), questo timore può portare la famiglia a rifiutare manager esterni altamente competenti pur di non correre il rischio di perdere il controllo, accettando implicitamente una gestione sub-ottimale affidata a membri della famiglia meno capaci.

Il Placeholder, in quanto gestore temporaneo e privo di prospettive di lungo termine per il ruolo apicale, riduce il rischio di comportamenti opportunistici e consente agli azionisti familiari di

mantenere un controllo strategico sulla direzione futura dell'azienda. In questa chiave, il Placeholder può essere interpretato non come un agente opportunisto da monitorare costantemente che massimizza il proprio beneficio, ma proprio come un custode di un mandato transitorio. Il suo obiettivo primario diventa la tutela del valore aziendale esistente e, fattore cruciale nelle imprese familiari, la preservazione del patrimonio socio-emotivo. Egli funge da garante della visione imprenditoriale della famiglia e del patrimonio relazionale accumulato nel tempo, assicurando che l'azienda arrivi integra, finanziariamente e culturalmente, al momento della successione definitiva.

La teoria del Socio-Emotional Wealth chiarisce ulteriormente come il ricorso a un CEO temporaneo sia profondamente radicato nella volontà della famiglia di proteggere la propria identità, il proprio status e la propria reputazione. Minichilli et al. (2014) hanno evidenziato come la perdita del controllo diretto sia percepita dalle famiglie non solo come un rischio economico, ma come una minaccia esistenziale all'identità del gruppo familiare. Il placeholder, agendo come un reggente piuttosto che come un re, permette di rinviare il trasferimento definitivo del potere senza creare dei vuoti di comando. Questo "tempo sospeso" è essenziale affinché si presenti un candidato che sia non solo tecnicamente competente, ma pienamente coerente con l'identità e gli obiettivi del gruppo familiare, o affinché si ricompongano le fratture interne e i conflitti tra rami familiari che hanno reso necessaria la transizione.

### **4.3 Le Tre Principali Motivazioni alla Nomina del CEO Temporaneo**

La decisione di nominare un placeholder CEO è raramente casuale e risponde a motivazioni strategiche ben precise, che possono essere raggruppate in tre categorie principali, spesso interconnesse:

1. **Maturazione di un Successore Familiare:** Questa è una delle motivazioni più comuni, specialmente nelle imprese familiari. La famiglia ha identificato un futuro leader al suo interno, ma questo individuo non è ancora pronto ad assumere il ruolo di CEO a causa

della mancanza di esperienza, formazione o età. Il placeholder serve a "tenere il posto" e a guidare l'azienda in modo stabile mentre il futuro successore acquisisce le competenze necessarie attraverso ruoli di minore responsabilità o percorsi formativi specifici.

2. **Risoluzione di Conflitti Interni o di Crisi:** Le successioni, soprattutto nelle imprese familiari, possono essere terreno fertile per conflitti tra diversi rami della famiglia o tra azionisti e management. Un placeholder CEO, percepito come una figura neutra e disinteressata al potere a lungo termine, può essere nominato per stemperare le tensioni, mediare tra le parti e stabilizzare l'ambiente aziendale. Zhang e Rajagopalan (2004) hanno studiato come le nomine di interim CEO siano spesso preferite in contesti di incertezza o conflitto. Analizzando un campione di 135 nomine ad interim in imprese quotate statunitensi, hanno scoperto che queste sono più probabili quando la performance precedente è stata negativa e quando il consiglio di amministrazione è indipendente. Hanno riscontrato che gli interim CEO tendono a non alterare la strategia esistente, evidenziando il ruolo di "stabilizzatori" che garantiscono continuità in un momento di potenziale turbolenza. Allo stesso modo, in periodi di crisi economica, settoriale o di performance aziendale, un placeholder può essere chiamato a gestire la situazione emergenziale, implementando misure di contenimento e preparando il terreno per una ripartenza sotto una nuova leadership stabile.
3. **Ricerca di un Successore Definitivo:** In alcuni casi, la nomina di un placeholder può avvenire quando la famiglia o il consiglio di amministrazione non ha ancora identificato un candidato definitivo. Il placeholder offre il tempo necessario per condurre una ricerca approfondita, valutare diverse opzioni e prendere una decisione informata senza affrettare il processo. Bennedsen et al. (2021) hanno esplorato come il controllo dinastico possa essere mantenuto anche senza proprietà diretta, spesso attraverso strategie di successione attentamente orchestrate. Analizzando un dataset unico di imprese giapponesi del dopoguerra, hanno mostrato come queste siano riuscite a mantenere un'influenza duratura attraverso meccanismi non proprietari, come la nomina di manager fedeli o l'inserimento di discendenti in posizioni chiave dopo un periodo di "apprendistato" esterno. Il placeholder CEO si inserisce in questa logica

come una figura fiduciaria che garantisce il controllo durante queste complesse transizioni.

#### 4.4 Autonomia Decisionale e Neutralità Strategica

L'autonomia decisionale e la neutralità strategica sono due caratteristiche intrinseche e interconnesse del ruolo del placeholder CEO, che ne definiscono il modus operandi e le implicazioni sulla governance aziendale.

L'autonomia decisionale di un placeholder CEO è intrinsecamente limitata dalla natura temporanea del suo mandato e dal suo ruolo di custode. Diversamente da un CEO con un mandato a lungo termine, che ha l'incentivo e il tempo per implementare una visione strategica personale e intraprendere cambiamenti radicali, il placeholder è solitamente incaricato di mantenere la rotta, garantire la continuità operativa e preservare il valore aziendale. Questo significa che le sue decisioni sono spesso più conservative, focalizzate sull'efficienza operativa e sulla gestione del rischio, piuttosto che su investimenti ambiziosi o innovazioni dirimpenti. La sua discrezionalità è spesso circoscritta dalla famiglia proprietaria o dal consiglio di amministrazione, che mantiene un forte controllo sulle decisioni strategiche di lungo periodo.

La neutralità strategica del placeholder CEO deriva invece dalla mancanza di un orizzonte temporale personale all'interno dell'azienda. Il placeholder non deve costruire una carriera interna, non deve compiacere fazioni per assicurarsi la rielezione, né deve difendere investimenti passati fatti da lui stesso. Questa posizione lo rende un decisore unico: può agire con un'oggettività che è preclusa sia ai membri della famiglia (coinvolti emotivamente) sia ai manager in carriera (interessati alla promozione). Come suggerito da Shen e Cannella (2002) in uno studio sull'impatto delle successioni sulla performance, la nomina di un CEO esterno spesso porta a una discontinuità strategica che può essere dannosa, se non ben gestita. Essi hanno trovato, su un campione di grandi imprese statunitensi, che la performance post-successione è influenzata negativamente dalla "distanza" tra il nuovo CEO e l'azienda, e

positivamente dal potere del CEO uscente. La nomina di un placeholder, al contrario, minimizza questa discontinuità: la sua neutralità funge da ponte, riducendo l'incertezza percepita dagli stakeholder (banche, fornitori, dipendenti) e prevenendo quella paralisi decisionale che spesso accompagna i vuoti di potere, come confermato empiricamente anche da Zhang e Rajagopalan (2004) nel loro studio sugli interim CEO.

In sintesi, l'autonomia limitata e la neutralità strategica del placeholder CEO sono funzionali al suo ruolo transitorio, gli permettono di concentrarsi sulla gestione ordinaria e sulla preparazione del terreno per il successore definitivo senza imporre una propria visione strategica, che potrebbe non essere allineata con gli obiettivi a lungo termine della famiglia proprietaria o del consiglio di amministrazione. Questo approccio garantisce una transizione più fluida e riduce il rischio di decisioni avventate che potrebbero compromettere la stabilità e la prosperità dell'impresa nel futuro.

## 5 RIVISITAZIONE CRITICA DELLA LETTERATURA SCIENTIFICA

La rassegna della letteratura scientifica qui presentata non si limita a un elenco di contributi, ma mira a mostrare la traiettoria di sviluppo della conoscenza sul tema del CEO, della successione e, in particolare, dell'emergere delle figure temporanee, evidenziandone domande di ricerca, metodi e risultati. Questo capitolo offre una sintesi critica degli studi più influenti, evidenziando i principali contributi e individuando i gap di ricerca che la presente tesi intende colmare.

### 5.1 Sviluppo del Dibattito su CEO, Tipologia e Performance Aziendale

La letteratura accademica ha ampiamente dimostrato che la tipologia di CEO influenza in modo significativo la performance, la struttura finanziaria e le scelte strategiche, in particolare nelle imprese familiari. Il dibattito ha percorso diverse fasi, partendo da un'analisi comparativa tra Family CEO e Professional CEO per poi approfondire le sfumature e le condizioni di efficacia di ciascuna tipologia.

Uno dei lavori seminali che ha posto le fondamenta empiriche del dibattito è quello di Anderson e Reeb (2003), pubblicato sul *Journal of Finance*. La loro ricerca mirava a rispondere a una domanda fondamentale: la proprietà familiare fondatrice crea valore per gli azionisti esterni? Analizzando un vasto campione di 403 imprese incluse nell'indice S&P 500 durante il periodo 1992-1999, gli autori hanno fornito una delle prime evidenze robuste a sostegno del ruolo positivo della famiglia. I loro risultati hanno mostrato che le imprese con una significativa proprietà familiare, e in particolare quelle guidate da un CEO appartenente alla famiglia, registravano performance di mercato (misurata con il Q di Tobin) e contabili (ROA) superiori. Hanno attribuito questo vantaggio a un migliore allineamento degli interessi tra proprietà e management e a un orizzonte temporale di lungo periodo, che riduce i costi di agenzia tipici delle public company a proprietà diffusa.

Questa visione ottimistica è stata tuttavia arricchita e sfumata da Villalonga e Amit (2006) in un influente articolo apparso sul *Journal of Financial Economics*. La loro ricerca ha introdotto

una distinzione cruciale tra proprietà, controllo e gestione familiare. Esaminando un campione di imprese di Fortune 500 per il periodo 1994-2000, hanno dimostrato che il valore aziendale non aumenta semplicemente per la presenza familiare, ma dipende da chi detiene la posizione di CEO e da come la famiglia esercita il proprio potere. Il valore, secondo il loro studio, è massimo (con un Q di Tobin superiore di 10 punti percentuali) quando il fondatore è ancora CEO. Tuttavia, quando la guida passa a un discendente, l'impatto sulla performance diventa ambiguo: il valore aumenta solo se il CEO familiare è effettivamente competente e la sua nomina è meritocratica. Al contrario, in presenza di dinamiche di nepotismo che portano alla nomina di un erede non qualificato, la performance può subire un significativo declino. Questo studio ha spostato il focus dalla semplice presenza familiare alla qualità del management familiare. A distanza di quasi quindici anni, gli stessi autori (Villalonga & Amit, 2020) hanno consolidato e aggiornato questa visione in una review per l'Oxford Review of Economic Policy. In questo lavoro più recente, essi riassumono l'evoluzione del dibattito, confermando che la questione centrale non è se le imprese familiari performino meglio, ma in quali condizioni lo facciano. L'importanza di questo contributo risiede nella sua capacità di sintetizzare decenni di ricerca, ribadendo che fattori come la struttura di governance, la qualità della successione e l'allineamento degli obiettivi tra le generazioni sono determinanti per il successo, superando definitivamente la dicotomia iniziale tra Family e Professional CEO.

Il dibattito si è poi allargato all'analisi delle scelte strategiche. Miller, Le Breton-Miller e Lester (2011), nel loro studio su Organization Science, hanno confrontato le strategie adottate in funzione della tipologia di CEO. I loro risultati, basati su un'analisi di imprese canadesi, hanno mostrato che i Family CEO tendono ad adottare strategie più conservative, focalizzate sulla preservazione del capitale finanziario e, soprattutto, del patrimonio socio-emotivo, come teorizzato da Gómez-Mejía et al. (2007). Questa inclinazione li porta a privilegiare la stabilità e a evitare rischi che potrebbero minacciare il controllo o la reputazione familiare. Al contrario, i CEO esterni sono più propensi a implementare strategie aggressive, orientate alla crescita e all'espansione, per massimizzare il valore per gli azionisti nel breve-medio termine.

Approfondendo ulteriormente queste differenze, Mullins e Schoar (2016), nel Journal of Financial Economics, hanno esplorato le diverse "filosofie manageriali". Attraverso un'analisi basata su sondaggi e interviste dirette a 800 CEO di imprese sia familiari che non familiari in 22 Paesi emergenti, hanno scoperto che i CEO familiari vedono il loro ruolo come quello di custodi

di un'eredità, privilegiando la stabilità occupazionale (il 22% di fronte ad una scelta difficile sono più propensi ad essa rispetto al mantenimento dei dividendi per gli azionisti), la cultura aziendale e la sostenibilità a lungo termine. I CEO professionali, invece, sono maggiormente orientati a metriche di performance finanziaria, all'efficienza e alla crescita aggressiva, anche a costo di decisioni impopolari come i licenziamenti.

Infine, il contributo di Adams, Keloharju e Knüpfer (2018), utilizzando dati amministrativi svedesi su un milione di individui, ha aggiunto un'ulteriore dimensione, mostrando come alcuni tratti di personalità predispongano all'assunzione di ruoli di leadership. Abbinando i dati dell'arruolamento militare (che includono test di abilità cognitiva, non cognitiva e misurazioni fisiche) con i registri aziendali, hanno scoperto che i CEO, specialmente quelli di grandi aziende, possiedono punteggi significativamente più alti della media in tutte queste dimensioni. Il loro studio mostra che i tratti osservabili in gioventù sono predittivi di una futura carriera di vertice, un fattore che trascende la distinzione familiare/professionale ma che arricchisce la comprensione di chi diventa CEO.

## 5.2 La Criticità e le Conseguenze della Successione del CEO

La successione del CEO è universalmente riconosciuta come uno dei passaggi più delicati nella vita di un'impresa, in quanto implica la ridefinizione del potere, il trasferimento del controllo tra generazioni e la potenziale modifica della direzione strategica. Numerosi studi hanno esplorato i fattori che rendono questo processo così critico e le sue conseguenze sulla performance aziendale.

Uno studio cardine in questo ambito è quello di Bennedsen et al. (2007), pubblicato sul *Quarterly Journal of Economics*. Questa ricerca rappresenta una delle analisi più rigorose e citate sull'impatto delle successioni familiari. Utilizzando un vasto e dettagliato dataset che copre tutte le imprese danesi a responsabilità limitata tra il 1994 e il 2001, gli autori hanno potuto confrontare le imprese che hanno vissuto una successione familiare con un gruppo di controllo di imprese simili. Per superare problemi di endogeneità (le famiglie potrebbero

scegliere un successore interno proprio quando l'azienda va male), hanno utilizzato come variabile strumentale il sesso del primogenito del CEO uscente. Poiché le famiglie mostrano una preferenza per un erede maschio, il sesso del primogenito è un forte predittore della scelta di una successione familiare, ma non è correlato con la performance aziendale. I risultati sono stati netti: la successione da un padre a un figlio (il caso più comune) genera, in media, una significativa riduzione della performance aziendale, misurata sia in termini di redditività operativa che di produttività. Questa flessione risulta particolarmente marcata (fino a 10 punti percentuali in meno di ROA) quando il successore non possiede un'adeguata formazione (ad esempio, una laurea in economia o business) o una precedente esperienza manageriale. Questo studio ha fornito una prova empirica che la trasmissione del potere basata sulla discendenza, anziché sul merito, comporta costi economici reali e tangibili.

A questa analisi sulle conseguenze della successione, si affiancano studi che ne indagano le cause e le dinamiche interne, specialmente in contesti dove la proprietà è concentrata. Un contributo rilevante in tal senso è quello di Brunello, Graziano e Parigi (2003) che, analizzando il caso italiano, hanno studiato il turnover dei CEO in aziende caratterizzate da consigli di amministrazione dominati da insider. La loro ricerca ha evidenziato che in tali contesti, tipici di molte imprese familiari, la probabilità di sostituzione di un CEO è meno legata alla performance aziendale e più influenzata da dinamiche di potere interne e dalla vicinanza del CEO al board. L'importanza di questo studio risiede nell'aver mostrato come la governance interna, e in particolare la struttura del consiglio di amministrazione, agisca come un meccanismo fondamentale che può sia proteggere CEO inefficienti sia accelerare successioni non basate su criteri meritocratici, rendendo il processo ancora più critico e potenzialmente dannoso.

Ricerche successive hanno esplorato anche altre dimensioni. Un esempio è il recente lavoro di Amore, Bennedsen, Foss e Bordeerath (2023), che indaga l'impatto della successione sull'innovazione. Utilizzando lo stesso impianto metodologico basato sui dati danesi e sulla variabile strumentale del sesso del primogenito, la sua analisi suggerisce un trade-off fondamentale. Contrariamente a quanto ci si potrebbe aspettare, la nomina di un successore familiare porta a un aumento del 6% nel numero di brevetti nei cinque anni successivi alla successione. Questo effetto è trainato da successori con background formativi in ingegneria e in business e si accompagna a una maggiore stabilità occupazionale, suggerendo che un

ambiente meno pressato da obiettivi di breve termine possa favorire la propensione a innovare. Questo evidenzia come la successione non impatti solo la performance attuale, ma anche la capacità dell'impresa di rimanere competitiva nel futuro, ponendo le famiglie di fronte a una scelta strategica cruciale tra conservazione e rinnovamento.

Altri studi, come quelli di Handler (1994) e Le Breton-Miller e Miller (2007), hanno invece sottolineato, da una prospettiva più qualitativa e concettuale, come il successo del processo dipenda da una pianificazione attenta e dalla gestione delle dinamiche interpersonali, aprendo la strada all'idea che soluzioni transitorie possano essere necessarie per mitigare i rischi.

### **5.3 L'Emergere e le Implicazioni Strategiche del Placeholder CEO**

Il fenomeno del placeholder CEO ha ricevuto una crescente attenzione, specialmente nel contesto delle imprese familiari, emergendo come una risposta strategica alle complessità e ai rischi intrinseci del processo di successione. La letteratura più recente ha iniziato a formalizzare questo concetto e a indagarne le implicazioni, rivelando una figura dirigenziale con un ruolo ben definito e cruciale.

I contributi di Bennedsen et al. (2020) e Amore et al. (2024) sono stati pionieristici nel formalizzare e quantificare questo fenomeno. Basandosi su un ampio dataset che copre decine di migliaia di imprese familiari in 11 paesi europei, questi studi hanno fornito la prima stima rigorosa della sua diffusione, mostrando che oltre il 20% delle successioni di CEO nelle imprese familiari coinvolge la nomina di un leader transitorio. La loro analisi identifica le motivazioni principali: la necessità di "tenere il posto" mentre un erede familiare acquisisce l'esperienza necessaria, la volontà di risolvere conflitti interni alla famiglia o la necessità di tempo per condurre una ricerca approfondita per un successore permanente. Questi lavori hanno trasformato il placeholder da aneddoto a oggetto di studio scientifico.

Le implicazioni strategiche di una leadership temporanea sono state analizzate anche da altri studi, sebbene si concentrassero sulla figura più generica dell'interim CEO. Ballinger e Marcel (2010), sullo *Strategic Management Journal*, hanno esaminato un campione di 208 imprese

statunitensi che avevano nominato un CEO ad interim tra il 1993 e il 2002. Hanno scoperto che, sebbene la performance tenda a diminuire durante il mandato ad interim, la presenza di questa figura transitoria attenua la volatilità e l'incertezza associate alla successione, agendo come un "ponte" stabilizzatore. L'analisi ha anche mostrato che l'impatto negativo sulla performance è meno severo quando l'interim CEO è anche presidente del CdA, suggerendo che un consolidamento del potere temporaneo aiuti a gestire la transizione.

In modo simile, Fee, Hadlock e Pierce (2013), sul *Review of Financial Studies*, hanno analizzato un ampio dataset di imprese Compustat per studiare i cambiamenti nelle politiche aziendali a seguito di cambi di CEO. Distinguendo tra uscite "endogene" (pensionamenti e dimissioni) ed "esogene" (come la morte improvvisa di un predecessore), hanno dimostrato che con un mandato temporaneo tendono a non discostarsi dalle politiche aziendali esistenti, adottando un approccio conservativo. Essi riducono gli investimenti rischiosi e la leva finanziaria, confermando il loro ruolo di custodi piuttosto che di agenti di cambiamento.

Infine, la nomina di un placeholder può essere letta anche attraverso la lente del mantenimento del controllo dinastico, come suggerito da Bennedsen et al. (2021). Nel loro studio, pubblicato sul *Journal of Financial Economics*, hanno analizzato un contesto unico, quello delle imprese giapponesi del dopoguerra, mostrando come le famiglie fondatrici siano riuscite a mantenere un'influenza duratura anche senza detenere quote proprietarie significative, attraverso meccanismi di controllo non proprietari. Il placeholder CEO si inserisce perfettamente in questa logica: è una figura che, pur non appartenendo alla famiglia, agisce in linea con i suoi interessi a lungo termine, garantendo una continuità di valori e di visione strategica fino al momento in cui un erede sarà pronto.

## 5.4 Gap della Letteratura e Contributo della Tesi

L'analisi della letteratura ha rivelato un percorso di ricerca convergente: la comprensione della leadership nelle imprese familiari si è evoluta fino a identificare e quantificare il fenomeno del Placeholder CEO. Il valore dei contributi fondativi in questo campo è l'aver stabilito, su base empirica, l'esistenza, la diffusione e le motivazioni primarie di questa figura strategica.

Proprio dall'insufficienza o dalla prematurità delle opzioni di continuità o professionalizzazione radicale emerge la rilevanza strategica della soluzione intermedia. In questo scenario, l'impresa nomina un CEO temporaneo che agisce come una figura di reggenza. Questa scelta non è un semplice atto di procrastinazione, ma un sofisticato strumento di governance. Il Placeholder CEO incarna il compromesso perfetto: possiede le competenze tecniche necessarie per gestire la complessità aziendale, ma gode di un capitale fiduciario tale da garantire il rispetto totale degli obiettivi della famiglia.

La soluzione intermedia agisce come un cuscinetto strategico che permette di:

1. Testare la maturità dell'erede, fornendo al contempo un mentore interno esperto.
2. Mantenere bassa la leva finanziaria e alti i dividendi, preservando l'armonia familiare e la SEW.
3. Evitare i conflitti di agenzia tipici di un manager esterno che potrebbe perseguire obiettivi di carriera troppo aggressivi.

In sintesi, il placeholder non è un semplice sostituto, ma un fiduciario strategico che permette alla famiglia di mantenere la sovranità sull'impresa senza rinunciare alla competenza manageriale. Questa terza via trasforma la successione da un evento traumatico a un processo governato, dove la stabilità operativa prevale sulla crescita speculativa.

## 6 DOMANDA DI RICERCA E SVILUPPO DELLE IPOTESI

### 6.1 Dalla Teoria all'Indagine Empirica: la Messa a Fuoco dell'Obiettivo

Conclusa la rassegna critica della letteratura, questa parte della tesi segna il passaggio cruciale dall'analisi di ciò che è noto alla produzione di nuova conoscenza originale. Il capitolo precedente ha distillato decenni di ricerca, culminando nell'identificazione di un preciso gap conoscitivo: la necessità di indagare la natura ibrida del Placeholder CEO. Se la letteratura ha ormai consolidato il perché le imprese familiari ricorrono a questa figura, rimane ancora da esplorare in profondità la sua fisionomia comportamentale. Finora, la ricerca ha trattato i CEO temporanei come semplicemente funzionali alla transizione, trascurando il fatto che, pur essendo formalmente dei manager professionali, essi operano sotto vincoli e obiettivi che ne condizionano l'agire strategico in senso conservativo. È ragionevole ipotizzare che un Placeholder, proprio in virtù della natura transitoria del suo mandato e del suo ruolo di custode, interpreti la leadership non attraverso l'aggressività tipica dei manager esterni in cerca di legittimazione sul mercato, ma attraverso una logica di protezione tipica dei leader familiari. Questo capitolo si pone l'obiettivo di tradurre tale intuizione in un programma di ricerca empirica, volto a isolare l'effetto di questa scelta sulle politiche finanziarie, di performance e crescita. L'intento è definire con chiarezza il perimetro dell'indagine per verificare se il placeholder rappresenti, di fatto, un ponte comportamentale tra logiche manageriali apparentemente contrapposte.

### 6.2 La Formalizzazione della Domanda di Ricerca

La scelta del custode temporaneo pone la famiglia proprietaria di fronte a una tensione strategica fondamentale. Da un lato, la prospettiva della SEW postula una spinta verso l'interno per proteggere l'identità e la continuità; dall'altro, le esigenze di mercato potrebbero richiedere competenze manageriali che solo un profilo professionale può garantire. In questa tesi si ipotizza che il Placeholder CEO sia la sintesi di questa tensione: un professionista che agisce come se fosse un membro della famiglia adottandone i valori.

Per investigare empiricamente questa dualità e le sue conseguenze, è necessario formulare una domanda di ricerca che non si limiti a osservare la presenza di questa figura, ma ne misuri l'impatto concreto sulle dinamiche aziendali.

Pertanto, la domanda centrale che guida questa indagine è:

**In che misura il Placeholder CEO, operando come figura ibrida tra logica professionale e familiare, influenza la struttura finanziaria, la stabilità della performance e le strategie di crescita dell'impresa familiare?**

Rispondere a tale domanda permetterà di verificare se il Placeholder riesca effettivamente a produrre i comportamenti conservativi e protettivi ipotizzati, a differenza di un professional CEO standard, e quindi di agire come una figura ibrida.

## 6.3 Sviluppo delle Ipotesi

Per tradurre il quadro teorico in un modello empirico testabile tramite regressioni, la ricerca si articola su 3 dimensioni fondamentali: la gestione del rischio finanziario, la stabilità dei risultati economici e le politiche di investimento per la crescita.

### 6.3.1 La struttura finanziaria e la politica di indebitamento

L'indebitamento finanziario, pur essendo uno strumento di leva per crescita, rappresenta una potenziale minaccia: livelli elevati di debito espongono l'azienda al monitoraggio dei creditori e, nei casi più gravi, al rischio di insolvenza che porterebbe alla perdita del patrimonio familiare. Un professional CEO standard potrebbe essere propenso a incrementare la leva finanziaria per poter finanziare progetti ambiziosi, con obiettivi di espansione. Al contrario, il Placeholder opera per consegnare alla generazione successiva, o ad un altro erede familiare, un'azienda finanziariamente integra. In quest'ottica, ci si aspetta che tale CEO adotti politiche

di bilancio estremamente prudenti, privilegiando l'autofinanziamento e il mantenimento di ampie risorse di liquidità contro l'incertezza. Quindi si presume una logica di conservazione piuttosto che di ottimizzazione del capitale.

**HP1: Durante il mandato del placeholder CEO, l'impresa manifesterà una struttura finanziaria più conservativa rispetto alle imprese guidate da Professional CEO standard, caratterizzata da un minore grado di leva finanziaria e da più elevati livelli di liquidità.**

### 6.3.2 Performance operativa

I manager professionisti esterni sono spesso valutati sulla base di risultati e sono incentivati a implementare cambiamenti radicali per segnalare la propria competenza. Questo può portare a una maggiore volatilità dei rendimenti, dovuta soprattutto a cambiamenti di strategia, nuovi modelli di business o a delle ristrutturazioni. Per il placeholder invece l'obiettivo non è necessariamente la massimizzazione del profitto nel breve termine, quanto piuttosto l'evitare shock operativi che potrebbero destabilizzare l'azienda in una fase di transizione. Sotto la loro guida, quindi, la performance dovrebbe variare molto meno, garantendo una continuità dei processi operativi core ed evitando grossi cambiamenti rischiosi. Si ipotizza quindi:

**HP2: Le imprese guidate da un Placeholder CEO mostreranno una performance operativa più stabile e meno volatile, rispetto a quella osservata sotto la guida di un Professional CEO standard, con un orientamento alla custodia e alla mitigazione del rischio operativo.**

### 6.3.3 Crescita e intensità degli investimenti

La crescita aziendale richiede investimenti in capitale fisso, ricerca e sviluppo o acquisizioni esterne e tutte queste attività comportano un elevato grado di rischio e irreversibilità. Il placeholder CEO ha un orizzonte temporale limitato, come spiegato nei capitoli precedenti, e quindi risulta essere meno propenso a effettuare investimenti i cui risultati si potranno vedere solo alla fine del proprio mandato. Inoltre, iniziare una crescita aggressiva significa anche modificare la fisionomia dell'impresa che la famiglia desidera mantenere per i successori. Per

questo, ci si aspetta che limiti le spese per il mantenimento dell'operatività corrente, evitando grandi espansioni che potrebbero poi rivelarsi controproducenti.

**HP3: Il mandato del Placeholder CEO sarà caratterizzato da tassi di crescita delle attività e livelli di investimento in capitale fisso inferiori rispetto a quelli registrati dai Professional CEO standard, evidenziando una strategia di manutenzione piuttosto che di espansione.**

## 7 METODOLOGIA E DATI

### 7.1 Introduzione alla Metodologia

Dopo aver definito la domanda centrale e le ipotesi da verificare, questo capitolo si addentra nel cuore operativo dell'analisi empirica. Il suo scopo è tradurre in modo trasparente e rigoroso l'ibridismo manageriale in evidenze statistiche robuste e in variabili osservabili e misurabili, capaci di evidenziare l'impatto di questo tipo di manager sulla vita aziendale. L'obiettivo centrale è verificare se l'azione di questi diverga significativamente da quello dei professional. Per fare ciò, si utilizzeranno modelli econometrici multivariati che permettono di isolare l'effetto specifico prodotto dal Placeholder da variabili che potrebbero influenzare le dinamiche di bilancio, come la dimensione dell'impresa, 'l'età aziendale' e le specificità del settore di appartenenza. Nel paragrafo che segue verranno descritti il dataset e il campione in esame, per poi passare alla definizione operativa delle variabili, delle statistiche descrittive e del modello econometrico utilizzato.

### 7.2 Descrizione del Campione e del Dataset

Il Dataset analizzato comprende complessivamente 187 imprese italiane quotate alla Borsa di Milano, monitorate lungo un arco temporale di ventiquattro anni, che si estende dal 2000 al 2023 per un totale di 2967 osservazioni. Tale prospettiva consente di osservare l'evoluzione delle politiche aziendali non solo durante lo specifico mandato di un certo CEO, ma anche nelle fasi precedenti e successive alla sua nomina, permettendo così di catturare certi effetti di leadership su cicli economici e strategici differenziati. L'analisi si concentra esclusivamente su imprese private, identificate dalla variabile dummy 'private\_own' se uguale a 1; nello specifico, 161 delle 187 aziende coinvolte appartengono a questa categoria. La scelta di escludere le società statali risponde alla volontà di indagare il fenomeno del Placeholder CEO laddove il controllo familiare è più diretto e meno mediato dalle pressioni del mercato azionario, rendendo così più trasparente il legame tra le esigenze della proprietà e le scelte del management. Inoltre, l'analisi si concentra ulteriormente sulle imprese propriamente familiari, identificate attraverso la soglia del 30% della quota dell'azionista di maggioranza

familiare. L'utilizzo di tale filtro ha permesso di individuare un nucleo centrale di imprese, definite dalla variabile dummy 'family30', sulle quali si concentrano le analisi statistiche. Tale soglia del 30% è considerata infatti come un parametro robusto per certificare il controllo di fatto nelle società quotate e quindi la capacità della famiglia di esercitare un'influenza dominante sulle decisioni strategiche e sulla selezione delle figure apicali. Inoltre, a partire da tale soglia scatterebbe anche l'obbligo di lanciare un'OPA (Offerta Pubblica di Acquisto), per chi sta acquistando.

Il file iniziale con i dati del campione è stato fornito dalla Prof.ssa Laura Rondi, che integra una vasta gamma di informazioni che spaziano su più aspetti differenti. Si può dire che il set informativo a disposizione può essere rappresentato da due macrocategorie di variabili:

1. Variabili di governance e caratteristiche individuali: questo gruppo include informazioni dettagliate sul profilo dei CEO, combinando dati personali come l'età, la composizione del nucleo familiare ecc., a quelli più professionali come l'identificazione in family CEO, o professional, l'assunzione interna... A queste si aggiungono variabili di governance che definiscono il perimetro d'azione del manager, quali la presenza di patti parasociali che blindano la stabilità proprietaria, dual class shares, i sistemi di remunerazione ecc. Questi indicatori permettono di delineare con precisione l'identità del manager e il suo posizionamento nella struttura decisionale e nei sistemi di incentivi aziendali.
2. Variabili economico-finanziarie: derivate dai bilanci aziendali, queste metriche sono fondamentali per verificare la salute finanziaria e l'orientamento strategico delle società. Esse comprendono indicatori di performance operativa e redditività, misure relative alla struttura del capitale e al grado di indebitamento e anche dati sulla gestione della liquidità e sull'intensità degli investimenti.

Tuttavia, l'identificazione della variabile principale 'placeholder' ha richiesto un lavoro di verifica e di completamento delle informazioni relative alla successione dei vertici aziendali, andando a colmare varie lacune informative dove i dati risultavano assenti o incompleti (soprattutto per gli anni 2022-2023). Questo processo non si è limitato però solo all'arco temporale considerato nel dataset, ma per un buon numero di aziende è stato necessario estendere l'indagine anche agli anni precedenti il 2000. Tale passaggio è risultato fondamentale per far emergere figure di placeholder nascoste e non identificabili attraverso

una semplice lettura dei dati. Nello specifico, quest'analisi precedente all'inizio del secolo ha permesso di riclassificare come placeholder alcuni CEO attivi nei primi anni 2000 che, a prima vista, potevano apparire come manager professionisti standard; la loro natura è stata invece confermata solo riscontrando la presenza di un membro della famiglia proprietaria nel ruolo di CEO, immediatamente prima di loro. Oltre a questa ricostruzione storica, è stata fatta anche una verifica incrociata tra i profili individuali e le variabili finanziarie già presenti nel dataset per capire se le caratteristiche operative e gestionali di tali manager rispecchiassero effettivamente il profilo teorico del placeholder. Questo lavoro di revisione e verifica storica ha garantito una maggiore robustezza all'analisi, permettendo di distinguere con precisione tra una normale alternanza manageriale e una transizione strategica guidata dalla proprietà. Il paragrafo seguente è invece dedicato alla definizione e alla descrizione delle variabili di riferimento impiegate nelle regressioni.

## 7.3 Variabili di riferimento

Ora vengono presentate e discusse le variabili selezionate per l'analisi empirica, per testare l'impatto della presenza di un Placeholder CEO sulle dinamiche aziendali. Di seguito vengono presentate le variabili dipendenti, indipendenti e quelle di controllo delle 3 dimensioni considerate.

### 7.3.1 Variabili Dipendenti

Per analizzare come la governance influenzi le scelte di finanziamento e la gestione del rischio finanziario, vengono utilizzati i seguenti indicatori:

- **Leverage\_fin**: rapporto tra debiti finanziari e patrimonio netto;
- **Leverage\_gen**: calcolato questa volta come rapporto tra debiti finanziari e totale attivo;
- **Cash\_asset**: rapporto tra cassa e totale attivo, per osservare l'attitudine alla prudenza o alla conservazione di liquidità durante fasi di transizione.

- ICR (Interest coverage ratio): rapporto tra EBIT e oneri finanziari per misurare la capacità dell'impresa di onorare il debito tramite i flussi prodotti.

La performance invece viene misurata sia attraverso indicatori contabili che indicatori di mercato:

- ROA e ROE: per misurare l'efficienza operativa e la redditività del capitale proprio.
- Tobin\_Q e Market to Book ratio: per catturare la valutazione del mercato sulle prospettive future dell'impresa;
- Div\_yield e dividends: per valutare se la nomina del placeholder influenzi la politica di distribuzione dei dividendi verso gli azionisti familiari.
- Eps: misura diretta del rendimento degli azionisti.
- Payout: calcolato come rapporto tra i dividendi totali distribuiti e l'utile netto d'esercizio, permette di misurare la percentuale di utili che l'impresa destina agli azionisti.

Infine, per i livelli di crescita e sviluppo dell'impresa verranno considerati:

- Delta\_rev: differenziale del logaritmo dei ricavi delle vendite rispetto all'anno precedente;
- Delta\_assets: differenziale del logaritmo del totale attivo rispetto all'anno precedente;
- Investment\_ratio: gli investimenti in capitale fisso rapportati all'attivo totale per misurare l'orientamento al lungo periodo.

### 7.3.2 Variabili Indipendenti

Sebbene l'analisi si concentri sul sottocampione delle imprese private e familiari (con quota >30%), il punto principale dell'analisi sta nelle variabili che identificano la tipologia di leadership:

- Placeholder: variabile dummy principale, pari a 1 se l'amministratore delegato è identificato come figura di transizione, 0 altrimenti;

- FamCEO: variabile dummy che identifica se il CEO appartiene alla famiglia proprietaria. Nel modello, i Professional CEO fungeranno da categoria di riferimento, omessa, per permettere il confronto statistico.

### 7.3.3 Variabili di Controllo

Per isolare l'effetto della leadership ed evitare distorsioni da variabili omesse, nel modello si possono considerare le seguenti variabili di controllo che riguardano le caratteristiche aziendali, il rischio e la governance:

- logAsset: usato per calcolare la dimensione aziendale;
- age: l'età dell'impresa nell'anno di osservazione;
- fixasset: la tangibilità per controllare la struttura dell'attivo e la capacità di fornire garanzie collaterali per il debito, calcolato come il rapporto tra fixed assets e total assets;
- roa: utilizzata come controllo quando la variabile dipendente riguarda la struttura finanziaria o la crescita;
- sd\_roa\_3y: calcolata come deviazione standard della redditività su un arco di 3 anni per valutare se le scelte del CEO sono influenzate dalla rischiosità del business;
- leverage\_gen: solo in alcune regressioni riguardanti la performance e gli investimenti;
- cf: rappresenta il flusso di cassa generato dalla gestione operativa diviso per il totale dell'attivo e un placeholder potrebbe essere valutato dalla famiglia per la sua capacità di mantenere stabili questi flussi durante le fasi di transizione;
- pe: il price to earnings per controllare le aspettative di crescita relative al prezzo;
- CEO\_Turnover: per tenere traccia dei casi di turnover;
- ratio\_indep: il rapporto tra membri indipendenti e numero totale di membri del board;
- CEO\_Chair: dummy pari a 1 se il CEO ricopre anche la carica di Presidente;
- inst\_inv: presenza di investitori istituzionali che esercitano un controllo esterno sulla gestione;
- STAR: dummy che identifica l'appartenenza al segmento di eccellenza di Borsa Italiana, associato a standard di trasparenza e liquidità superiori.

## 7.4 Modello Econometrico di Riferimento

La natura del dataset configura una struttura di dati panel. Per testare le ipotesi formulate e isolare l'impatto del Placeholder CEO, si è scelto un modello di regressione lineare multivariata a effetti fissi (Fixed Effects), con effetti fissi d'impresa e di tempo. A differenza di un modello OLS, con questo si può controllare l'eterogeneità non osservata, ovvero tutte quelle caratteristiche specifiche di ogni impresa che rimangono costanti nel tempo e che potrebbero distorcere le stime.

L'equazione di riferimento può essere formalizzata come:

$$Y_{it} = \mu_i + \lambda_t + \beta_1 * Placeholder_{it} + \beta_2 * FamCEO_{it} + \gamma * X_{it} + \varepsilon_{it},$$

dove:

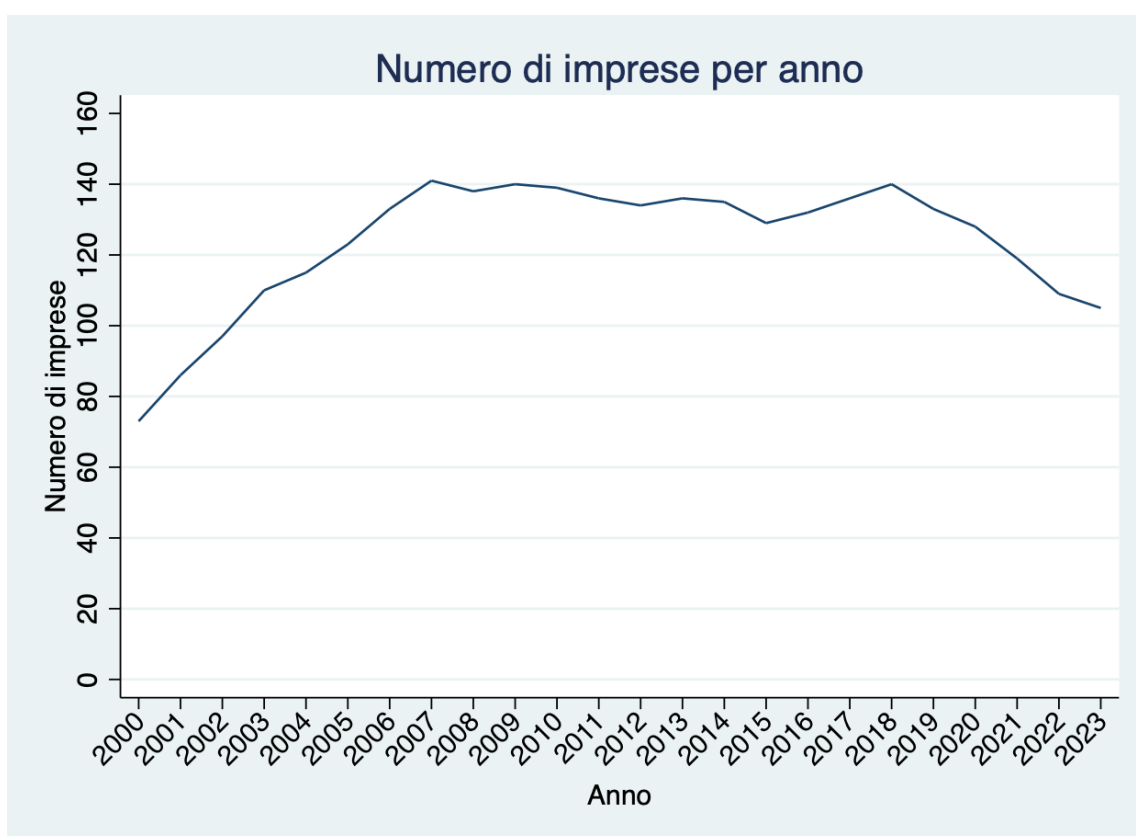
- $Y_{it}$  identifica le variabili dipendenti per l'impresa  $i$  nell'anno  $t$ ;
- $\mu_i$  rappresenta gli effetti fissi d'impresa;
- $\lambda_t$  rappresenta gli effetti fissi temporali (inseriti nel modello tramite 'i.year'), usati principalmente per pulire i risultati dagli shock macroeconomici che colpiscono l'intero mercato in un certo anno;
- $\beta_i$  i coefficienti delle regressioni da stimare che fanno riferimento alle variabili indipendenti;
- $Placeholder_{it}$  è la variabile dummy di interesse principale;
- $FamCEO_{it}$  identifica i family CEO;
- $X_{it}$  è un vettore di variabili di controllo;
- $\varepsilon_{it}$  è il termine con cui si identifica l'errore.

Per garantire la validità delle stime, le regressioni vengono elaborate utilizzando errori standard di tipo 'robust' per correggere eventuali problemi di eteroschedasticità. L'intera fase successiva di analisi è stata effettuata attraverso l'uso del software STATA.

## 8 ANALISI DEI RISULTATI

Conclusa l'esposizione della metodologia e la definizione delle variabili, in questo capitolo vengono presentati ed esaminati i risultati dell'indagine empirica condotta sul campione di imprese per verificare l'influenza del Placeholder CEO sulle dinamiche delle imprese familiari. Prima di passare alla presentazione di alcune statistiche descrittive che possono permettere di far emergere alcune divergenze tra i vari tipi di CEO, viene inserita una tabella in cui si può osservare come cambia il numero di imprese considerate per ogni anno di osservazione, dal 2000 al 2023.

Tabella 1: Numero di imprese presenti nel campione analizzato per ogni anno considerato nell'analisi.



Da quest'immagine si evince chiaramente che l'analisi non si basa su un momento d'oro della Borsa, ma su un orizzonte temporale che attraversa fasi critiche come la crisi finanziaria del 2008, la crisi del debito sovrano (2011-2012) e il periodo di Covid (2020) che permettono di testare i placeholder anche in condizioni di forte incertezza.

Si può dire che si attraversano 3 diverse fasi:

- una prima iniziale, dal 2000 al 2007 circa, in cui viene mostrata una crescita costante del numero di imprese, di nuove quotazioni nel mercato borsistico italiano del periodo;
- una seconda, fino al 2018 circa, di stabilità in cui il numero di imprese oscilla tra le 120 e le 140 unità;
- infine, una terza che negli ultimi 4/5 anni segue un trend decrescente in linea con il fenomeno del delisting che ha caratterizzato la borsa italiana degli ultimi anni. Tuttavia, il numero delle imprese è rimasto sopra la soglia delle 100, garantendo una base dati significativa per le analisi statistiche.

Il fatto che il campione sia rimasto numeroso e stabile, nonostante i vari momenti di crisi, rende i risultati della ricerca più affidabili e non legati ad un singolo evento passeggero.

Mentre la tabella 1 ha illustrato la distribuzione temporale delle imprese, la tabella 2 si concentra sulla figura chiave dei CEO. In particolare, essa sintetizza la composizione del dataset distinguendo tra Placeholder, Professional e Family CEO e, per ogni categoria, viene riportato sia il numero di osservazioni sia il numero effettivo di individui che hanno ricoperto tale carica nel periodo considerato.

Tabella 2: Distribuzione del dataset per osservazioni e tipologia di CEO

Tipologia CEO	Osservazioni	% Osservazioni	Numeri CEO	% CEO
Placeholder	78	2.63	14	2.86
Professional	1734	58.44	353	72.19
Family	1155	38.93	122	24.95
Totale	2967	100.00	489	100.00

In primo luogo, si osserva la netta prevalenza dei professional CEO che rappresentano oltre il 72% dei manager analizzati e questo conferma una forte spinta verso competenze esterne per affrontare le sfide del mercato borsistico. Tuttavia, il dato più interessante emerge dal confronto tra la percentuale di individui e di osservazioni. I Family CEO, pur rappresentando circa il 25%, coprono quasi il 39% delle osservazioni complessive. Tale scostamento indica che essi garantiscono una stabilità pluriennale, mediamente più lunga rispetto ai manager esterni che infatti mostrano un turnover più elevato, poiché a fronte del 72% di individui corrisponde solo il 58% delle osservazioni. Infine, per quanto riguarda i Placeholder CEO, essi rappresentano una nicchia specifica (circa il 3%); sebbene numericamente contenuti, la stabilità di questa percentuale tra individui e osservazioni indica che la loro presenza non è frutto di anomalie statistiche, ma di una scelta di governance precisa.

## 8.1 Analisi descrittiva e univariata

Conclusa la fase di preparazione del dataset, questo paragrafo presenta le statistiche descrittive del campione e i risultati dei t test sulle differenze delle medie. Prima di continuare, è stato effettuato un processo di raffinamento dei dati per evitare che certe osservazioni anomale potessero distorcere i risultati. In una prima fase sono state rimosse delle osservazioni che presentavano valori economicamente incoerenti o derivanti da degli shock, non riconducibili alla gestione ordinaria: nello specifico, valori di ROE e ROA superiori al 100% (in valore assoluto) e tassi di crescita dei ricavi o dell'attivo anch'essi superiori al 100%. Inoltre, anche la leva finanziaria è stata monitorata per escludere casi di patrimonio netto negativo che avrebbero reso i rapporti di leva non interpretabili. Infine, per neutralizzare l'influenza degli outliers residui senza eliminare osservazioni preziose, tutte le variabili continue sono state sottoposte ad una winsorizzazione al 1° e 99° percentile. Passando ora alle statistiche descrittive, quello che invece si può notare dalla Tabella 3 (nella pagina successiva), che riporta i dati dell'intero dataset, è che il panorama delle quotate italiane si presenta estremamente eterogeneo.

Tabella 3: Statistiche descrittive dell'intero dataset

	Count	Mean	SD	Min	Max
ROA	2810	0.025	0.057	-0.197	0.186
ROE	2756	0.062	0.155	-0.594	0.445
EPS	2791	0.356	0.848	-2.417	4.356
SD 3 anni	2222	0.025	0.032	0.001	0.194
Cash Flow	2775	246.978	683.120	-41.587	5380.000
Ricavi totali	2811	2637.738	8377.133	9.285	67740.000
Delta Ricavi	2604	0.051	0.174	-0.460	0.696
Delta Attivo	2623	0.048	0.150	-0.313	0.717
Capex	2791	215.344	867.762	0.070	6908.000
Market cap	2772	2194.336	6397.644	11.080	49962.720
Q di Tobin	2808	1.334	0.695	0.429	4.632
MtB	2773	1.899	1.627	0.017	9.011
Price to Earnings	2064	22.442	19.406	2.400	112.500
Payout	2352	0.547	0.960	0.000	6.920
Dividend Yield	2769	2.163	2.193	0.000	9.190
Leva (Debito/Attivo Totale)	2805	0.279	0.148	0.000	0.632
Leva (Debito/Equity)	2787	1.096	1.215	0.000	7.535
ICR	2748	14.977	31.475	-22.098	195.685
Totale Attivo	2811	5244.739	18164.140	33.201	135052.000
Equity	2812	1400.430	4248.154	6.891	31506.000
Cash asset	2807	0.119	0.098	0.002	0.549
Investment ratio	2790	0.037	0.031	0.000	0.158
Placeholder	2907	0.027	0.162	0.000	1.000
Family CEO	2907	0.388	0.487	0.000	1.000
FamCEO30	2907	0.363	0.481	0.000	1.000
CEO Fondatore	2444	0.191	0.394	0.000	1.000
Età del CEO	2900	56.234	9.318	29.000	86.000
Turnover del CEO	2907	0.113	0.317	0.000	1.000
CEO Chair	2901	0.297	0.457	0.000	1.000
Board	2821	9.940	3.172	1.000	26.000
Membri Indipendenti Comitato	2656	2.096	1.085	0.000	5.000
Totale Membri Comitato	2656	2.746	1.149	0.000	7.000
Investitori Istituzionali	2907	0.516	0.500	0.000	1.000
Quota Investitori Istituzionali	2907	4.270	5.853	0.000	26.551
Struttura Voto Duale	2656	0.283	0.451	0.000	1.000
Patti Parasociali	2895	0.328	0.470	0.000	1.000
STAR	2897	0.347	0.476	0.000	1.000

Nota: I valori non in % sono in milioni di euro, escluse le dummy (lo stesso vale per tutte le tabelle seguenti).

La variabile relativa al Totale Attivo mostra una media di 5.244,74 milioni di euro, con però una deviazione standard molto elevata, che fa intuire la coesistenza di grandi imprese con delle PMI di nicchia. Per quanto riguarda la redditività operativa, il ROA si attesta allo 0,025, mentre il ROE mostra una media dello 0,062, con, però, una dispersione significativa che presenta situazioni di stress finanziario alternate a eccellenze operative. Osservando la valutazione di mercato, il Q di Tobin medio pari a 1,33 suggerisce che le imprese godono di una valutazione superiore al loro valore, con il mercato che le valorizza positivamente.

Restringendo ora l'analisi alle sole imprese private, la tabella 4 (pagina successiva) mostra un primo spostamento delle medie. In questo sottocampione di 2513 osservazioni, la dimensione media delle imprese scala drasticamente a 2.472,10 milioni di euro. Questo dato conferma che le imprese a controllo privato tendono ad avere strutture più snelle e meno diversificate; la redditività operativa rimane stabile mentre la gestione della liquidità, misurata con la variabile `cash_asset`, mostra un lieve incremento che segnala una gestione finanziaria che mantiene un margine di sicurezza più ampio per fronteggiare l'incertezza dei mercati o per finanziare internamente i propri investimenti. L'Interest Coverage Ratio si mantiene su un valore medio pari a 15,051 indicando che la gestione operativa genera flussi ampiamente sufficienti a onorare il debito, segno anche di una strategia orientata alla stabilità. Gli indicatori di mercato suggeriscono che quest'ultimo valuta queste aziende quasi il doppio del valore contabile. Sotto il profilo della governance, oltre alla dimensione del CDA, che conta mediamente circa 10 membri, circa il 28,7% delle osservazioni mostra una struttura di voto di tipo duale. Inoltre, la presenza di patti parasociali nel 32,2% dei casi e l'appartenenza al segmento STAR per il 38,9% del campione delineano un insieme di imprese che accettano standard di trasparenza e monitoraggio elevati per attrarre investitori istituzionali. Emerge anche che nel 45% dei casi il comando è affidato a un Family CEO, mentre la figura del Placeholder rappresenta ancora una nicchia molto contenuta.

Tabella 4: Statistiche descrittive delle imprese private

	Count	Mean	SD	Min	Max
ROA	2418	0.025	0.060	-0.197	0.186
ROE	2366	0.059	0.161	-0.594	0.445
EPS	2399	0.354	0.847	-2.417	4.356
SD 3 anni	1908	0.027	0.032	0.001	0.194
Cash Flow	2418	182.553	555.375	-41.587	5380.000
Ricavi totali	2419	1390.691	3124.493	9.285	31279.000
Delta Ricavi	2240	0.048	0.172	-0.460	0.696
Delta Attivo	2257	0.046	0.153	-0.313	0.717
Capex	2400	88.331	344.565	0.070	6305.000
Market cap	2380	1233.538	2920.583	11.080	32891.350
Q di Tobin	2416	1.343	0.703	0.429	4.632
MtB	2381	1.928	1.666	0.017	9.011
Price to Earnings	1727	22.666	19.585	2.400	112.500
Payout	1945	0.533	0.981	0.000	6.920
Dividend Yield	2379	1.924	2.058	0.000	9.190
Leva (Debito/Attivo Totale)	2413	0.277	0.148	0.000	0.632
Leva (Debito/Equity)	2395	1.063	1.194	0.000	7.535
ICR	2370	15.051	32.194	-22.098	195.685
Totale Attivo	2419	2472.106	8365.439	33.201	93217.000
Equity	2420	801.475	2305.683	6.891	28819.000
Cash asset	2419	0.123	0.101	0.002	0.549
Investment ratio	2400	0.035	0.030	0.000	0.158
Placeholder	2513	0.031	0.173	0.000	1.000
Family CEO	2513	0.449	0.497	0.000	1.000
FamCEO30	2513	0.420	0.494	0.000	1.000
CEO Fondatore	2372	0.197	0.398	0.000	1.000
Età del CEO	2513	56.011	9.467	29.000	86.000
Turnover del CEO	2513	0.104	0.305	0.000	1.000
CEO Chair	2513	0.320	0.467	0.000	1.000
Board	2431	9.812	3.073	1.000	26.000
Membri Indipendenti Comitato	2286	2.036	1.055	0.000	5.000
Totale Membri Comitato	2286	2.713	1.141	0.000	7.000
Investitori Istituzionali	2513	0.535	0.499	0.000	1.000
Quota Investitori Istituzionali	2513	4.569	6.016	0.000	26.551
Struttura Voto Duale	2284	0.287	0.453	0.000	1.000
Patti Parasociali	2501	0.322	0.467	0.000	1.000
STAR	2511	0.389	0.488	0.000	1.000

Il focus principale della ricerca si concentra tuttavia sulle imprese private familiari con controllo superiore al 30% (tabella 5 nella pagina successiva), che costituiscono il nucleo dell'indagine empirica. Il Totale Attivo medio si riduce ulteriormente a 1.795,47 milioni di euro, confermando come il controllo familiare concentrato sia una caratteristica predominante nelle imprese di dimensioni minori, pur non escludendo grandi gruppi industriali. In questo scenario, la presenza di un CEO familiare è maggioritaria, coprendo il 53,7% delle osservazioni, a dimostrazione della riluttanza della proprietà a delegare il comando a manager esterni se non strettamente necessario. La figura del Placeholder CEO, pur rappresentando ancora una nicchia (3,7% delle osservazioni nel campione familiare), emerge proprio in questo contesto di forte controllo proprietario, agendo come una figura di raccordo in momenti critici. Il ROA medio si attesta al 2,8%, mentre il ROE raggiunge il 6,6%, valori che possono risultare contenuti, ma che fanno intendere come l'obiettivo principale non sia sempre la massimizzazione del profitto, ma la sopravvivenza da una generazione all'altra. Un dato di particolare rilievo sotto il profilo della valutazione riguarda il Market-to-Book nelle imprese familiari, che si attesta su una media di 1,97, segnalando che, nonostante la prudenza gestionale tipica di queste realtà, il mercato riconosce loro un valore che è il doppio di quello contabile, con aspettative di stabilità e continuità nel lungo periodo. La Q di Tobin conferma che il mercato attribuisce un premio al valore delle attività tangibili di queste imprese, dovuto alla reputazione e ai legami fiduciari che le imprese familiari stabiliscono con i propri stakeholder. Un ulteriore dato interessante riguarda il CEO fondatore (18,9%), la cui presenza è decisamente inferiore ai Family CEO totali, che segnala come gran parte del campione abbia già superato la prima generazione per passare alle successive, fasi in cui il rischio di conflitti intra-familiari aumenta. Infine, la presenza di investitori istituzionali in oltre la metà delle osservazioni è in contrasto con la loro quota di possesso effettiva di circa il 4,12%. Questo evidenzia come il controllo rimanga saldamente nelle mani della famiglia, con questi che ricoprono spesso un ruolo di monitoraggio.

Tabella 5: Statistiche descrittive delle imprese private familiari con controllo > 30%

	Count	Mean	SD	Min	Max
ROA	1874	0.028	0.058	-0.197	0.186
ROE	1841	0.066	0.156	-0.594	0.445
EPS	1863	0.372	0.846	-2.417	4.356
SD 3 anni	1491	0.025	0.029	0.001	0.194
Cash Flow	1874	144.397	349.017	-41.587	4969.000
Ricavi totali	1874	1096.790	1994.175	9.285	25785.000
Delta Ricavi	1741	0.044	0.163	-0.460	0.696
Delta Attivo	1752	0.044	0.146	-0.313	0.717
Capex	1860	54.496	124.756	0.070	1467.489
Market cap	1867	1133.702	2577.257	11.080	22288.500
Q di Tobin	1872	1.372	0.707	0.429	4.632
MtB	1852	1.967	1.653	0.053	9.011
Price to Earnings	1377	22.630	19.548	2.400	112.500
Payout	1507	0.547	0.969	0.000	6.920
Dividend Yield	1844	2.016	2.047	0.000	9.190
Leva (Debito/Attivo Totale)	1874	0.280	0.144	0.000	0.632
Leva (Debito/Equity)	1861	1.071	1.162	0.000	7.535
ICR	1840	15.528	32.590	-22.098	195.685
Totale Attivo	1874	1795.466	5202.592	33.201	84091.000
Equity	1875	581.746	1225.823	6.891	13844.000
Cash asset	1874	0.126	0.103	0.002	0.549
Investment ratio	1860	0.035	0.029	0.000	0.158
Placeholder	1922	0.037	0.190	0.000	1.000
Family CEO	1922	0.537	0.499	0.000	1.000
FamCEO30	1922	0.535	0.499	0.000	1.000
CEO Fondatore	1859	0.189	0.392	0.000	1.000
Età del CEO	1922	55.960	9.480	29.000	83.000
Turnover del CEO	1922	0.095	0.294	0.000	1.000
CEO Chair	1922	0.342	0.474	0.000	1.000
Board	1861	9.779	2.946	3.000	23.000
Membri Indipendenti Comitato	1769	2.008	1.064	0.000	5.000
Totale Membri Comitato	1769	2.622	1.175	0.000	6.000
Investitori Istituzionali	1922	0.526	0.499	0.000	1.000
Quota Investitori Istituzionali	1922	4.119	5.453	0.000	26.551
Struttura Voto Duale	1769	0.287	0.453	0.000	1.000
Patti Parasociali	1915	0.283	0.451	0.000	1.000
STAR	1920	0.397	0.489	0.000	1.000

Il quadro finora delineato offre una visione d'insieme del campione, ma non permette ancora di indagare la reale natura della figura del placeholder CEO. Per questo, si riportano di seguito i risultati di una serie di test t di Student, condotti attraverso il confronto delle medie delle principali variabili tra i 3 diversi sottogruppi di manager considerati. I risultati dei test, riportati tramite un confronto a coppie (Placeholder vs Professional e Placeholder vs Family), sono riportati nella seguente tabella.

Tabella 6: T test su Placeholder vs Professional e Family CEO

	(A)	(B)			(C)		
	Media Place.	Media Prof.	Diff.	p-value	Media Fam.	Diff.	p-value
ROA	0.014	0.034	-0.020***	0.005	0.025	-0.010	0.147
ROE	0.029	0.089	-0.061***	0.001	0.051	-0.022	0.243
EPS	0.073	0.425	-0.352***	0.000	0.352	-0.279**	0.013
SD 3 anni	0.028	0.025	0.002	0.538	0.025	0.002	0.538
Cash Flow	38.827	206.817	- 167.990***	0.002	103.865	-65.038**	0.038
Ricavi totali	715.111	1328.055	-612.945**	0.029	945.975	-230.865	0.293
Delta Ricavi	0.055	0.050	0.006	0.783	0.038	0.017	0.410
Delta Attivo	0.029	0.048	-0.019	0.318	0.043	-0.014	0.440
Capex	17.678	69.114	-51.436***	0.004	45.781	-28.103**	0.027
Market cap	165.694	1654.671	- 1488.977** *	0.000	799.927	-634.234**	0.016
Q di Tobin	0.990	1.497	-0.507***	0.000	1.303	-0.314***	0.000
MtB	0.998	2.335	-1.338***	0.000	1.753	-0.755***	0.000
Price to Earnings	17.917	22.540	-4.623*	0.100	23.029	-5.112*	0.093
Payout	0.542	0.599	-0.056	0.697	0.502	0.040	0.761
Dividend Yield	1.897	2.300	-0.403	0.137	1.808	0.089	0.709
Leva (Debito/Attivo Totale)	0.261	0.309	-0.048***	0.008	0.260	0.001	0.948
Leva (Debito/Equity)	0.678	1.239	-0.601***	0.000	0.939	-0.261***	0.034
ICR	6.566	13.963	-7.397**	0.021	17.319	-10.753**	0.019
Totale Attivo	496.821	2614.414	- 2117.594**	0.019	1257.784	- 760.963***	0.007
Equity	190.031	692.159	- 502.128***	0.001	523.983	-333.952**	0.025
Cash asset	0.097	0.132	-0.035***	0.008	0.123	-0.026**	0.038
Investment ratio	0.034	0.038	-0.004	0.355	0.033	0.001	0.783

Nota: Il campione è limitato alle imprese private con controllo familiare > 30%. Le variabili finanziarie sono winsorizzate (1-99%). Significatività: \* p < 0.10, \*\* p < 0.05, \*\*\* p < 0.01.

Tabella 7: T test su alcune variabili di governance

	(A)	(B)			(C)		
	Media Place.	Media Prof.	Diff.	p-value	Media Fam.	Diff.	p-value
FamCEO30	0.000	0.000	0.000	.	0.995	-0.995***	0.000
CEO Fondatore	0.000	0.028	-0.028	0.153	0.322	-0.322***	0.000
Età del CEO	57.458	53.749	3.709***	0.000	57.604	-0.146	0.909
Turnover del CEO	0.125	0.149	-0.024	0.577	0.050	0.075***	0.007
CEO Chair	0.167	0.050	0.116***	0.000	0.585	-0.418***	0.000
Board	9.889	10.438	-0.549	0.133	9.241	0.648*	0.059
Membri Indipendenti Comitato	2.304	2.166	0.138	0.256	1.857	0.448***	0.001
Totale Membri Comitato	2.594	2.890	-0.296**	0.026	2.404	0.190	0.211
Investitori Istituzionali	0.611	0.586	0.025	0.682	0.472	0.139**	0.023
Quota Investitori Istituzionali	2.662	4.964	-2.302***	0.001	3.552	-0.890	0.144
Struttura Voto Duale	0.113	0.213	-0.100**	0.045	0.358	-0.246***	0.000
Patti Parasociali	0.250	0.319	-0.069	0.224	0.257	-0.007	0.902
STAR	0.722	0.356	0.366***	0.000	0.406	0.316***	0.000

Il primo dato di rilievo riguarda la dimensione delle imprese, dato che esiste una divergenza profonda tra le aziende con Placeholder CEO e quelle guidate da manager professionisti: le prime risultano significativamente più piccole, con un Totale Attivo medio di 496,82 milioni di euro contro i ben 2.614,41 milioni delle seconde. Tale scarto si conferma, in misura ridotta, anche nel confronto con le imprese a guida familiare. Questo suggerisce che il ricorso a figure di vertice temporanee sia una strategia adottata prevalentemente da realtà di medie dimensioni, dove la complessità organizzativa è ancora gestibile attraverso una figura che non possiede necessariamente l'investitura manageriale di lungo periodo tipica dei grandi gruppi internazionali. In maniera coerente con il dato dimensionale, anche i ricavi totali e il patrimonio netto risultano essere decisamente inferiori per il gruppo dei Placeholder, delineando un profilo di impresa più snella ma anche dotata di minori risorse patrimoniali per sostenere investimenti massicci.

Sotto il profilo della performance operativa, i risultati indicano che il Placeholder CEO presiede aziende con una redditività sensibilmente più contenuta rispetto alla gestione professionale. Il ROA (0,014) è significativamente inferiore a quello dei Professional CEO (pari a 0,034 con p-value 0,005), così come l'Utile per Azione (EPS), che con un valore di 0,073 evidenzia un divario netto rispetto allo 0,425 dei manager esterni. È interessante notare che, nel confronto con i Family CEO, la differenza nel ROA invece non raggiunge la significatività statistica del 5%, suggerendo che, in termini di efficienza degli asset, il Placeholder condivide una performance più simile a quella della proprietà rispetto a quella dei manager esterni. Lo stesso andamento si osserva per il ROE (2,9%), che rincorre ma la differenza non è statisticamente significativa con la media delle imprese familiari (5,1%). Tuttavia, la capacità di generare flussi di cassa è l'area più fragile per il Placeholder e che emerge con più forza; infatti, il Cash Flow Operativo medio (38,82 milioni) è drasticamente più basso sia dei Professional (206,82 milioni) che dei Family (103,87 milioni).

Passando alla struttura finanziaria e alle politiche di investimento, la leva (Debito/Totale Attivo) pari a 0,261 è quasi identica a quella dei Family CEO (0,26) e significativamente inferiore allo 0,309 dei Professional (p-value 0,008). Questo indica che il Placeholder non altera la struttura del capitale dell'impresa, ma si allinea alla filosofia della prudenza gestionale, non considerando politiche di indebitamento aggressivo. Anche gli investimenti in capitale fisso confermano questo: i 17,67 milioni per i Placeholder sono ai minimi, contro i 69,11 dei Professional e i 45,78 dei Family, segno di una gestione volta alla conservazione del patrimonio piuttosto che all'espansione. È interessante notare anche come il Payout (0,542) non presenti differenze statisticamente significative rispetto ai Professional (0,599) o ai Family (0,502). Questo suggerisce che, sebbene le imprese guidate da un placeholder generino flussi di cassa e utili inferiori, la proporzione di utili distribuita agli azionisti rimanga allineata agli standard del campione. La minore intensità di investimento, unita a questa stabilità nel payout, rafforzano l'idea di una gestione improntata alla prudenza e alla minimizzazione dei flussi in uscita in fasi di incertezza.

Il dato più critico emerge tuttavia dalle valutazioni di mercato: gli investitori sembrano scontare pesantemente la presenza di un Placeholder CEO. Sia il Q di Tobin (0,990) che il Market-to-Book ratio (0,998) indicano che il valore di mercato di queste imprese è quasi identico al loro valore contabile, se non addirittura inferiore. A confronto, invece i Professional CEO vantano

un Market to Book ratio di 2,34 e i Family di 1,75, con una significatività statistica del 1%. Il mercato percepisce il Placeholder come un segnale di incertezza, temendo che la mancanza di un vertice con pieni poteri e visione di lungo periodo possa tradursi in un'incapacità di cogliere opportunità strategiche. La Capitalizzazione di Mercato media di appena 165 milioni per i Placeholder, contro gli 1,6 miliardi dei Professional, conferma questa percezione di debolezza agli occhi degli investitori istituzionali.

Infine, per le variabili di governance si può notare che ben il 72,2% delle osservazioni relative ai Placeholder CEO appartiene al segmento STAR, una quota significativamente superiore sia ai Professional (35,6%) che ai Family (40,6%). La forte presenza di tali manager in questo ambito potrebbe indicare che, proprio nelle aziende più esposte al monitoraggio del mercato, la nomina di un Placeholder sia una mossa necessaria, e tattica, per soddisfare i requisiti formali di leadership durante le fasi di transizione generazionale o in attesa di una successione definita. A questo si aggiunge che i Placeholder sono mediamente più anziani dei Professional (rispettivamente 57,5 e 53,7) e mostrano una bassissima dualità CEO-Presidente (16,7%), a dimostrazione del fatto che operano quasi sempre sotto lo stretto controllo di un Presidente (a differenza del 58,5% dei Family) che spesso coincide con il vero detentore del potere familiare.

Questi risultati forniscono una prima e significativa evidenza empirica della natura del placeholder, anche se però l'analisi univariata non permette di isolare l'effetto di questa figura dalle altre determinanti aziendali. Per validare le ipotesi di ibridismo manageriale, è dunque necessario procedere con un'analisi multivariata: nel paragrafo seguente verranno riportati e commentati i risultati delle regressioni, verificando se le specificità riscontrate fino ad ora persistano o meno.

## 8.2 Presentazione e discussione risultati delle regressioni

I risultati delle stime a effetti fissi sono presentati nelle tabelle che seguono, dove i Professional CEO costituiscono la categoria di riferimento omessa rispetto alla quale vengono interpretati i coefficienti delle variabili Placeholder e Family CEO. Rispetto alla struttura iniziale, la strategia di analisi è stata affinata per garantire una maggiore robustezza: la scelta principale sta nell'applicazione del lag temporale (t-1) che consente di verificare se le caratteristiche della leadership e le scelte strategiche osservate nell'anno precedente influenzino effettivamente i risultati nell'anno corrente, mitigando i potenziali problemi di simultaneità.

L'indagine è stata organizzata in due macro-blocchi, ciascuno composto da tre tabelle dedicate alle ipotesi presentate in precedenza nel capitolo:

- Il primo blocco, che definiremo baseline, osserva la relazione tra la tipologia di leadership al tempo t-1 e le variabili di bilancio al tempo t, controllando esclusivamente per le caratteristiche dimensionali e operative di base;
- Il secondo estende i modelli precedenti integrando variabili di governance per capire se un monitoraggio più stringente o la pressione degli azionisti esterni siano in grado di influenzare o mitigare le tendenze del manager emerse in una prima fase.

### 8.2.1 Analisi Baseline

In questo primo blocco, come anticipato, l'utilizzo del lag temporale è una scelta metodologica precisa poiché le decisioni di vertice e i cambiamenti nella governance non producono effetti immediati, ma richiedono un certo periodo per riflettersi sulla struttura finanziaria, sulle performance e sulle traiettorie di crescita. I modelli baseline permettono di osservare l'eredità di gestione lasciata dal placeholder, controllando per le principali caratteristiche aziendali. Si inizia partendo dalla struttura finanziaria e dalla gestione della liquidità, i cui risultati sono sintetizzati nella tabella successiva.

Tabella 8: Impatto del CEO sulla Struttura Finanziaria (HP1)

	(1)	(2)	(3)	(4)
	Leva (D/E)	Leva (D/A)	Cash	ICR
L.Placeholder CEO	-0.016	-0.170	-0.057***	-1.539
	(0.020)	(0.168)	(0.015)	(4.289)
L.Family CEO	-0.030*	-0.136	-0.025**	2.301
	(0.017)	(0.161)	(0.011)	(2.810)
LogAsset	0.166***	0.579	0.079***	-4.268
	(0.046)	(0.386)	(0.023)	(8.907)
Firm Age	-0.003**	-0.004	0.001**	0.597*
	(0.001)	(0.010)	(0.001)	(0.328)
Tangibilità	0.091	0.502	-0.514***	-54.632*
	(0.109)	(0.571)	(0.084)	(27.853)
Turnover del CEO	0.009	0.075	-0.004	0.681
	(0.006)	(0.061)	(0.004)	(1.858)
ROA	-0.759***	-5.852***	0.169**	225.847***
	(0.149)	(0.781)	(0.081)	(37.348)
SD 3 anni	0.504***	3.561***	0.174*	-49.982*
	(0.109)	(1.198)	(0.098)	(29.441)
Cash Flow	-0.000	0.000		0.003
	(0.000)	(0.000)		(0.004)
Constant	-0.005	-0.448	0.076	7.544
	(0.099)	(0.798)	(0.066)	(30.175)
Effetti Fissi Anno	Yes	Yes	Yes	Yes
Effetti Fissi Impresa	Yes	Yes	Yes	Yes
R-quadro	0.283	0.156	0.423	0.241
Osservazioni	1478.000	1468.000	1478.000	1447.000

Nota: Significatività: \*  $p < 0.10$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*\*\*  $p < 0.01$  (anche per le tabelle successive).

Dall'analisi della Tabella 8, l'evidenza più solida e statisticamente rilevante emerge nella colonna (3), relativa alla gestione della liquidità. Il coefficiente lagged per il Placeholder CEO è pari a -0.057 ed è statisticamente molto significativo ( $p < 0.01$ ). Questo risultato indica che la presenza di un leader transitorio nell'anno precedente si traduce, nell'anno in corso, in una riduzione della cassa pari a circa il 5,7% del totale attivo rispetto alla gestione dei manager professional standard. Al contrario, osservando le colonne (1) e (2) relative alla leva finanziaria e la colonna (4) sull'Interest Coverage Ratio, i coefficienti del Placeholder CEO, pur essendo negativi (rispettivamente -0.016, -0.170 e -1.539), non raggiungono la significatività statistica. Questa combinazione di risultati suggerisce che il Placeholder agisce come un custode passivo: a differenza di un manager professional, che potrebbe rinegoziare il debito

per finanziare progetti ambiziosi, o di un leader familiare, che potrebbe abbattere la leva per timore di perdere il controllo, il Placeholder sembra non avere il mandato o l'orizzonte temporale per modificare la struttura del capitale. Egli si limita a gestire l'assetto ereditato, concentrandosi esclusivamente sulla gestione della liquidità corrente.

Passando al confronto con la variabile Family CEO, si nota che anche la proprietà al vertice tende a ridurre la liquidità (-0.025) e la leva finanziaria sul patrimonio netto (-0.030). Tuttavia, l'effetto sulla cassa è meno della metà rispetto a quello del placeholder; questo suggerisce che, sebbene le imprese familiari tendano strutturalmente a detenere meno liquidità rispetto a quelle gestite da esterni puri, la presenza del placeholder rafforza questa tendenza a mantenere livelli di liquidità più bassi.

Per quanto riguarda le variabili di controllo, la dimensione aziendale ha un impatto positivo e molto forte sia sulla leva (0.166) che sulla cassa (0.079), confermando che le imprese più grandi godono di una maggiore flessibilità finanziaria. Al contrario, la tangibilità dell'attivo presenta un coefficiente di -0.514 sulla liquidità e di -54.632 sull'ICR: questo perché le imprese con molti asset fissi hanno meno bisogno di liquidità precauzionale, potendo offrire maggiori garanzie collaterali per il debito. Il ROA mostra una relazione negativa e molto significativa con la leva finanziaria (-0.759), confermando che le aziende del campione più redditizie preferiscono utilizzare gli utili prodotti per finanziarsi, riducendo l'esposizione verso i creditori esterni. Infine, la variabile SD 3 anni, che misura la rischiosità e la volatilità della performance operativa mostra coefficienti positivi e significativi per la leva finanziaria (rispettivamente 0.504 nella colonna 1 e 3.561 nella colonna 2). Questo dato indica che le imprese del campione caratterizzate da un business più volatile tendono a ricorrere maggiormente al debito. Inoltre, questa rischiosità influenza positivamente anche la cassa (0.174), confermando una strategia precauzionale generale, ovvero che le imprese che percepiscono più incertezza tendono ad accumulare riserve.

Tabella 9: Performance e Valutazione di Mercato (HP2)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	ROA	ROE	Tobin Q	Div_Yield	EPS	Payout
L.Placeholder CEO	-0.018*	-0.021	-0.354**	-0.846**	-0.320***	-0.116
	(0.010)	(0.031)	(0.142)	(0.326)	(0.105)	(0.180)
L.Family CEO	-0.008	-0.019	-0.173	-0.314	-0.123	-0.185
	(0.008)	(0.022)	(0.117)	(0.260)	(0.093)	(0.134)
LogAsset	0.030***	0.090***	0.294	0.482	1.060***	0.083
	(0.009)	(0.028)	(0.220)	(0.372)	(0.268)	(0.468)
Firm Age	0.000	0.001	-0.016**	0.031	0.011	-0.012
	(0.000)	(0.001)	(0.007)	(0.021)	(0.008)	(0.019)
Tangibilità	-0.087***	-0.210***	-0.549*	-1.652***	-0.931***	-0.018
	(0.021)	(0.048)	(0.324)	(0.556)	(0.277)	(0.396)
Turnover del CEO	-0.011***	-0.040***	-0.067	-0.126	-0.094*	0.084
	(0.004)	(0.014)	(0.047)	(0.109)	(0.055)	(0.118)
L.Leva (Debito/Attivo Totale)	-0.101***	-0.198***	-0.515*	-2.424***	-1.286***	-1.534***
	(0.021)	(0.069)	(0.308)	(0.554)	(0.313)	(0.410)
L.Cash Flow			0.000	-0.000	0.000	-0.000
			(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)
Price to Earnings			0.002**			
			(0.001)			
Constant	-0.003	-0.050	1.915***	0.986	-2.261***	1.687*
	(0.034)	(0.097)	(0.550)	(0.848)	(0.734)	(0.915)
Effetti Fissi Anno	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Effetti Fissi Impresa	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
R-quadro	0.141	0.100	0.196	0.118	0.157	0.044
Osservazioni	1740.000	1714.000	1284.000	1714.000	1731.000	1349.000

Si procede con l'analisi sulla performance economica e sulla reazione degli investitori borsistici di fronte a una leadership a termine. Dall'analisi della tabella 9, il risultato più significativo emerge nella colonna (5), relativa agli Earnings per Share, dove il coefficiente per il placeholder è pari a -0.320 ( $p < 0.01$ ). Questo dato, integrato con il ROA (-0.018), indica che un leader di transizione si associa a una contrazione della redditività operativa e dell'utile per

azione. Rilevante è anche il dato relativo al Tobin's Q: il coefficiente di -0.354 suggerisce che il mercato penalizza le imprese guidate da un placeholder, attribuendo loro un valore inferiore rispetto a quello delle imprese gestite da manager professional. Anche le politiche di distribuzione risentono di questa fase di transizione, come si può notare dal coefficiente di -0.846 sul Dividend Yield. Questi risultati dicono che il mercato percepisce il placeholder come una figura che non riesce a generare valore o a mantenere flussi di dividendi stabili, a causa della natura del suo mandato.

Il confronto con la variabile Family CEO rafforza l'ipotesi che il problema sia legato alla natura transitoria della leadership: sebbene i coefficienti per i family siano tutti negativi, essi non raggiungono mai la significatività statistica e questo sta ad indicare che la leadership del placeholder rappresenta una discontinuità che il mercato e la gestione operativa riflettono negativamente.

Per quanto riguarda le variabili di controllo, la dimensione aziendale mostra un impatto positivo e molto forte sulla redditività (ROA 0.030 e ROE 0.090) e sull'EPS (1.060), confermando che le imprese più grandi beneficiano di una maggiore efficienza operativa. Al contrario, la leva finanziaria esercita un effetto negativo e trasversale su tutti i parametri di performance e valutazione: il coefficiente di -0.101 sul ROA e di ben -1.534 sul Payout conferma che l'eccessivo indebitamento eserciti una pressione finanziaria che comprime i margini di profitto e vincola drasticamente la politica di distribuzione dei dividendi.

Anche la tangibilità risulta negativamente correlata a tutte le metriche (es. -0.087 sul ROA e -1.652 sul Dividend Yield), suggerendo che in questo campione le imprese con un'elevata tangibilità faticano maggiormente a generare rendimenti elevati. Infine, la variabile Turnover del CEO mostra coefficienti negativi e significativi sulla redditività corrente (ROA -0.011 e ROE -0.040), evidenziando come l'instabilità al vertice, indipendentemente dalla natura del successore, comporti dei costi di aggiustamento immediati per l'impresa.

Tabella 10: Politiche di Investimento e Crescita (HP3)

	(1)	(2)	(3)
	Inv. Ratio	Delta Ricavi	Delta Attivo
L.Placeholder CEO	-0.002 (0.004)	-0.037 (0.030)	-0.040 (0.027)
L.Family CEO	0.003 (0.004)	-0.039** (0.015)	-0.034** (0.016)
LogAsset	0.001 (0.006)	0.085** (0.043)	0.238*** (0.041)
Firm Age	-0.001*** (0.000)	-0.006*** (0.001)	-0.007*** (0.002)
Tangibilità	0.019* (0.010)	-0.059 (0.080)	-0.002 (0.061)
Turnover del CEO	-0.001 (0.002)	0.001 (0.013)	-0.004 (0.012)
L.ROA	0.095*** (0.018)	-0.011 (0.129)	0.372*** (0.105)
L.Leva (Debito/Attivo Totale)	-0.016 (0.012)	-0.001 (0.058)	-0.321*** (0.052)
L.Cash Flow	-0.000 (0.000)	-0.000** (0.000)	-0.000*** (0.000)
Constant	0.074*** (0.016)	0.236** (0.101)	-0.111 (0.112)
Effetti Fissi Anno	Yes	Yes	Yes
Effetti Fissi Impresa	Yes	Yes	Yes
R-quadro	0.139	0.211	0.207
Osservazioni	1730.000	1728.000	1738.000

L'ultima parte si concentra sulle politiche di investimento e crescita. Dall'analisi della tabella 10, a differenza di quanto osservato per la struttura finanziaria e per la performance/valutazione di mercato, i coefficienti relativi alla leadership transitoria nelle 3 colonne non raggiungono la significatività statistica. Questo risultato è coerente con la natura del mandato di un leader di transizione: poiché le decisioni legate alla crescita e agli investimenti hanno una portata strutturale e di lungo termine, è ragionevole attendersi che esse rimangano saldamente influenzate dalla proprietà, indipendentemente dalla figura formale che siede al vertice in quel momento. Il Placeholder non sembra avere l'autorità o

l'orizzonte temporale necessario per avviare nuove fasi di espansione, limitandosi a gestire l'ordinaria amministrazione senza alterare la traiettoria dell'impresa.

Al contrario, la variabile Family CEO mostra un impatto negativo e statisticamente significativo sulla crescita dei ricavi (-0.039) e sulla crescita dell'attivo (-0.034). Questi dati confermano che, rispetto a una gestione professionale, il family tende a una maggiore prudenza strategica, preferendo una stabilizzazione del business o una crescita più contenuta. È importante notare come l'espansione sia più 'rallentata' per un placeholder, rispetto ad un CEO della famiglia, che sembra mantenere un profilo di neutralità.

Per le variabili di controllo, l'età aziendale presenta coefficienti negativi e molto significativi in tutte le colonne, confermando che le imprese più mature tendono a investire meno e a crescere con tassi più ridotti rispetto a quelle più giovani. La dimensione aziendale invece ha una correlazione positiva con la crescita (0.085 sui ricavi e 0.238 sull'attivo), evidenziando che le imprese più grandi del campione dispongono di una maggiore forza per incrementare il proprio attivo. Il ROA dell'anno precedente mostra un impatto positivo e molto forte sia sull'investment ratio (0.095 con  $p < 0.01$ ) che sulla crescita dell'attivo (0.372 con  $p < 0.01$ ), confermando che le imprese più performanti dispongono delle risorse interne necessarie per finanziare nuovi investimenti. Infine, la leva finanziaria dell'anno precedente agisce come un forte vincolo alla crescita dell'attivo (-0.321) limitando la capacità di indebitarsi ulteriormente per finanziare l'espansione e confermando come la rigidità finanziaria sia un freno diretto allo sviluppo dell'impresa.

## 8.2.2 Analisi con variabili di governance

Delineato il quadro di sostanziale inerzia gestionale e di contrazione delle performance operative e di mercato associato alla figura del Placeholder CEO, emerge la necessità di indagare se tali dinamiche siano influenzate, o in qualche modo mitigate, dall'assetto di governance dell'impresa.

Per questo motivo, l'analisi viene ora integrata con una serie di variabili che descrivono come l'azienda viene amministrata e chi ne sorveglia l'operato, partendo dall'idea che il comportamento di un CEO non sia isolato, ma venga influenzato dai meccanismi di vigilanza e dagli equilibri decisionali presenti in società. In particolare, si è scelto di osservare se la concentrazione del potere nelle mani del vertice, qualora il CEO ricopra contemporaneamente anche la carica di Presidente del consiglio, possa accentuare o meno la deriva conservativa tipica del Placeholder. Allo stesso modo, viene analizzato il peso degli amministratori indipendenti rispetto al totale dei membri del Board, per capire se un monitoraggio esterno più marcato sia in grado di spronare una gestione più efficiente.

L'indagine si estende poi alla composizione della proprietà e al contesto normativo, verificando se la presenza di investitori istituzionali tra i soci possa agire da stimolo professionale sulla leadership transitoria. Infine, si tiene conto anche dell'appartenenza dell'impresa al segmento STAR. L'obiettivo complessivo di questo secondo blocco di analisi è dunque stabilire se un assetto di governance più solido e un monitoraggio più attento siano in grado di mitigare l'atteggiamento prudente del Placeholder.

L'analisi inizia con la tabella 11 che presenta i risultati relativi all'impatto del CEO sulla struttura finanziaria, integrando, come detto, nel modello i principali indicatori di governance e monitoraggio.

Tabella 11: Impatto del CEO sulla Struttura Finanziaria con variabili di Governance (HP1)

	(1)	(2)	(3)	(4)
	Leva D/E	Leva D/A	Cash	ICR
L.Placeholder CEO	-0.015 (0.020)	-0.177 (0.181)	-0.066*** (0.014)	-1.506 (4.841)
L.Family CEO	-0.030* (0.018)	-0.163 (0.168)	-0.034*** (0.010)	3.145 (3.129)
LogAsset	0.174*** (0.041)	0.683 (0.473)	0.087*** (0.028)	-8.892 (9.836)
Firm Age	-0.003** (0.001)	-0.008 (0.013)	0.001 (0.001)	0.808** (0.381)
Tangibilità	0.099 (0.112)	0.492 (0.597)	-0.511*** (0.088)	-58.590** (27.798)
Turnover del CEO	0.007 (0.006)	0.067 (0.067)	-0.002 (0.004)	1.023 (1.978)
CEO Chair	-0.012 (0.014)	-0.059 (0.108)	0.002 (0.009)	-0.263 (1.972)
Indipendenti/Board	-0.020 (0.042)	-0.284 (0.445)	0.022 (0.030)	-4.728 (13.852)
Investitori Istituzionali	-0.021* (0.011)	-0.171* (0.100)	-0.001 (0.008)	4.772* (2.496)
STAR	0.050* (0.026)	0.164 (0.280)	-0.002 (0.022)	-7.252 (7.162)
ROA	-0.764*** (0.148)	-5.853*** (0.797)	0.178** (0.085)	229.376*** (38.948)
SD 3 anni	0.572*** (0.121)	4.207*** (1.283)	0.169* (0.098)	-50.485 (31.460)
Cash Flow	-0.000 (0.000)	0.000 (0.000)		0.003 (0.004)
Constant	-0.028 (0.104)	-0.428 (0.939)	0.070 (0.080)	10.954 (32.627)
Effetti Fissi Anno	Yes	Yes	Yes	Yes
Effetti Fissi Impresa	Yes	Yes	Yes	Yes
R-quadro	0.317	0.172	0.417	0.254
Osservazioni	1400.000	1390.000	1400.000	1370.000

Dall'analisi della Tabella 11, si osserva come l'inserimento delle variabili di governance non alteri, ma anzi rafforzi, l'evidenza principale già riscontrata: l'impatto più solido del Placeholder CEO rimane concentrato sulla gestione della liquidità. Il coefficiente per il leader transitorio sulla cassa è pari a -0.066 ed è statisticamente molto significativo ( $p < 0.01$ ).

Rispetto all'analisi precedente (dove il coefficiente era -0.057), l'effetto risulta ancora più marcato: la presenza di un Placeholder riduce la liquidità di circa il 6,6% rispetto alla gestione di un manager professional standard, a parità di assetto di governance. Resta invece confermata l'assenza di un impatto significativo sulla leva finanziaria e sull'ICR, a testimonianza del fatto che il Placeholder non interviene sulla struttura del capitale a lungo termine.

Nonostante l'introduzione di indicatori come la dualità della carica e la percentuale di amministratori indipendenti, queste non risultano statisticamente significative nel determinare i livelli di cassa o di debito. Ciò suggerisce che il comportamento conservativo del Placeholder nella gestione della liquidità sia una caratteristica intrinseca alla sua natura transitoria, che non viene influenzata in modo determinante dalla composizione del Board.

Al contrario, la presenza di Investitori Istituzionali mostra un impatto significativo, seppur al 10%, sulla leva finanziaria (-0.021 nella colonna 1 e -0.171 nella colonna 2) e un impatto positivo sull'Interest Coverage Ratio. L'influenza degli investitori istituzionali emerge quindi come un fattore di prudenza finanziaria che favorisce la riduzione dell'indebitamento e la tenuta dell'ICR. Di contro, l'appartenenza al segmento STAR sembra incoraggiare un leggero incremento della leva finanziaria, probabilmente poiché la maggiore trasparenza richiesta da questo mercato riduce le asimmetrie informative e semplifica l'accesso ai capitali.

Per quanto riguarda il Family CEO, la significatività sulla cassa aumenta rispetto al modello precedente (-0.034,  $p < 0.01$ ), confermando che anche la proprietà al vertice preferisce detenere meno liquidità, pur mantenendo un impatto che è circa la metà di quello esercitato dal Placeholder.

Infine, le variabili di controllo mantengono una forte stabilità: la dimensione aziendale continua a guidare positivamente sia il debito che la cassa, mentre la redditività conferma la sua relazione inversa con la leva finanziaria (-0.764), ribadendo che le imprese più performanti del campione privilegiano l'autofinanziamento. La rischiosità operativa si conferma essere fondamentale per l'accumulo di cassa (0.169) e anche per l'indebitamento (4.207 nella colonna 2).

Si può proseguire ora con la seguente tabella che riguarda la performance e la valutazione del mercato.

Tabella 12: Performance e Valutazione di Mercato con variabili di Governance (HP2)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	ROA	ROE	Tobin Q	Div_Yield	EPS	Payout.
L.Placeholder CEO	-0.017*	-0.012	-0.273**	-0.849***	-0.254***	-0.216
	(0.009)	(0.029)	(0.129)	(0.322)	(0.092)	(0.144)
L.Family CEO	-0.006	-0.011	-0.096	-0.432	-0.025	-0.214
	(0.007)	(0.022)	(0.107)	(0.267)	(0.097)	(0.132)
LogAsset	0.019**	0.065**	0.207	0.196	0.827***	0.583**
	(0.009)	(0.030)	(0.218)	(0.437)	(0.235)	(0.293)
Firm Age	0.001	0.000	-0.011	0.034	0.017*	-0.023*
	(0.000)	(0.002)	(0.007)	(0.022)	(0.009)	(0.012)
Tangibilità	-0.090***	-0.203***	-0.584*	-1.526**	-0.864***	0.063
	(0.023)	(0.053)	(0.327)	(0.633)	(0.287)	(0.503)
Turnover del CEO	-0.010**	-0.041***	-0.071	-0.114	-0.107*	0.099
	(0.004)	(0.015)	(0.050)	(0.118)	(0.061)	(0.120)
CEO Chair	-0.005	-0.011	-0.124	0.280	-0.135	-0.018
	(0.007)	(0.020)	(0.117)	(0.252)	(0.092)	(0.114)
Indipendenti/Board	-0.003	0.014	-0.079	-0.388	-0.293	0.452
	(0.021)	(0.064)	(0.208)	(0.896)	(0.297)	(0.450)
Investitori Istituzionali	-0.003	-0.014	-0.039	-0.119	-0.070	0.014
	(0.004)	(0.013)	(0.059)	(0.160)	(0.071)	(0.073)
STAR	0.006	0.043	0.072	0.162	-0.122	0.193*
	(0.007)	(0.029)	(0.051)	(0.333)	(0.108)	(0.104)
L.Leva (Debito/Attivo Totale)	-0.110***	-0.227***	-0.472	-2.688***	-1.399***	-1.300***
	(0.022)	(0.073)	(0.313)	(0.593)	(0.311)	(0.305)
Price to Earnings			0.002			
			(0.001)			
L.Cash Flow			0.000	-0.000	0.000	-0.000
			(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)
Constant	0.031	0.039	1.914***	1.782	-1.807**	0.450
	(0.034)	(0.104)	(0.592)	(1.080)	(0.692)	(0.817)
Effetti Fissi Anno	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Effetti Fissi Impresa	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
R-quadro	0.160	0.108	0.201	0.130	0.149	0.049
Osservazioni	1610.000	1586.000	1194.000	1590.000	1601.000	1257.000

Dall'analisi della Tabella 12, emerge come l'impatto negativo del Placeholder CEO sulla performance e sulla valutazione di mercato sia robusto, resistendo anche all'inclusione dei controlli sulla governance. Il risultato più rilevante si osserva nelle colonne relative alla remunerazione degli azionisti e al valore per azione: il coefficiente per il Dividend Yield è pari a -0.849 e quello per l'EPS è -0.254. Anche la penalizzazione del mercato in termini di Tobin Q rimane significativa pari a -0.273.

Nessuna di queste variabili di governance aggiunte risulta statisticamente significativa nello spiegare la redditività o il valore di mercato; questo suggerisce che la perdita di performance associata al Placeholder non è dovuta a un cattivo assetto di governo societario o a carenze nei meccanismi di controllo, ma piuttosto rappresenta un tratto distintivo che caratterizza il mandato del placeholder. In altre parole, nemmeno un board ben strutturato o la presenza di investitori istituzionali sembrano riuscire a compensare lo stallo operativo e la mancanza di una visione di lungo periodo tipica di una leadership transitoria.

Per quanto riguarda il Family CEO, i coefficienti rimangono non significativi in tutte le colonne, confermando che la gestione familiare non viene penalizzata dal mercato né mostra cali di redditività netta rispetto ai manager professionali standard.

Per quanto riguarda le variabili di controllo, si conferma l'effetto negativo della Leva Finanziaria, che continua a mostrare coefficienti minori di 0 e pesanti su ROA, ROE, Dividend Yield, EPS e Payout. Anche la tangibilità mostra una correlazione negativa e significativa con quasi tutte le variabili, escluso il Payout, mentre la dimensione aziendale mostra un impatto positivo e significativo soprattutto con ROA e ROE, suggerendo che le imprese più grandi riescano a mitigare meglio i rischi legati alla transizione. Infine, da notare l'impatto del segmento STAR sul Payout (0.193): questo dato indica che l'appartenenza a un segmento con standard più rigorosi tende a favorire politiche di distribuzione dei dividendi più generose, probabilmente per dimostrare solidità finanziaria e continuità d'impegno nei confronti degli azionisti.

Si passa ora a presentare i risultati relativi all'impatto della leadership transitoria sulle politiche di investimento e crescita dell'impresa con l'inserimento delle variabili di governance.

Tabella 13: Politiche di investimento e Crescita con variabili di Governance (HP3)

	(1)	(2)	(3)
	Inv. Ratio	Delta Ricavi	Delta Attivo
L.Placeholder CEO	-0.002 (0.004)	-0.037 (0.031)	-0.038 (0.029)
L.Family CEO	0.003 (0.004)	-0.034 (0.022)	-0.031 (0.023)
LogAsset	-0.002 (0.008)	0.095** (0.042)	0.242*** (0.041)
Firm Age	-0.001*** (0.000)	-0.006*** (0.001)	-0.007*** (0.002)
Tangibilità	0.018 (0.012)	-0.064 (0.089)	-0.030 (0.060)
Turnover del CEO	-0.000 (0.002)	-0.004 (0.012)	-0.006 (0.011)
CEO Chair	-0.000 (0.002)	-0.017 (0.019)	-0.009 (0.016)
Indipendenti/Board	-0.011 (0.009)	0.095* (0.050)	0.028 (0.042)
Investitori Istituzionali	-0.001 (0.002)	0.005 (0.011)	-0.005 (0.012)
STAR	0.004 (0.004)	0.048** (0.022)	0.047** (0.019)
L.ROA	0.083*** (0.017)	-0.009 (0.138)	0.310*** (0.111)
L.Leva (Debito/Attivo Totale)	-0.021* (0.012)	-0.003 (0.064)	-0.363*** (0.054)
L.Cash Flow	-0.000 (0.000)	-0.000** (0.000)	-0.000*** (0.000)
Constant	0.091*** (0.021)	0.170* (0.091)	-0.140 (0.111)
Effetti Fissi Anno	Yes	Yes	Yes
Effetti Fissi Impresa	Yes	Yes	Yes
R-quadro	0.149	0.221	0.209
Osservazioni	1602.000	1601.000	1609.000

Nella Tabella 13, i coefficienti relativi alla leadership transitoria per l'Investment Ratio, la Crescita dei Ricavi e la Crescita dell'Attivo rimangono negativi ma statisticamente non significativi. Questo rafforza ulteriormente l'osservazione secondo cui le decisioni di crescita, essendo di natura strutturale e strategica, non vengono alterate dal Placeholder, il quale si limita a gestire l'ordinaria amministrazione lasciando le grandi manovre alla proprietà o al

successore definitivo. Mentre il Placeholder rimane statico, la quotazione nel segmento STAR esercita un impatto positivo e significativo sia sulla crescita dei ricavi (0.048) che su quella dell'attivo (0.047). Questo suggerisce che tali imprese riescano a mantenere tassi di espansione più sostenuti, indipendentemente dalla figura al vertice. Anche la presenza di Amministratori Indipendenti mostra un legame positivo con la crescita dei ricavi (0.095), suggerendo che un board più aperto all'esterno possa stimolare una maggiore reattività alle opportunità di mercato. Rispetto alla Tabella 9, l'inserimento delle variabili di governance determina la perdita di significatività statistica della variabile Family CEO sulla crescita. Tale cambiamento indica che l'effetto rallentamento precedentemente attribuito alla gestione familiare fosse in realtà legato a specifiche caratteristiche di governance o alla mancanza di determinati standard tipici di alcune imprese familiari, piuttosto che alla natura del CEO in sé. Infine, restano confermati i fattori classici della crescita: l'età aziendale agisce costantemente come freno allo sviluppo, mentre la redditività passata e la dimensione rimangono i principali motori degli investimenti e dell'espansione patrimoniale. La leva finanziaria invece si conferma come il principale vincolo finanziario alla crescita dell'attivo (-0.363,  $p < 0.01$ ), limitando la capacità dell'impresa di investire in nuovi progetti.

Per completezza, vengono presentate le tabelle riepilogative dei test di Wald che permettono di confrontare direttamente l'impatto della leadership transitoria rispetto a quella familiare e quella professional, verificando se le differenze riscontrate nei coefficienti siano statisticamente significative.

Tabella 14: Test di Differenza tra Placeholder e Family CEO

	F-stat	P-value
Leva(D/A)	1.282	0.260
Leva(D/E)	0.025	0.876
Cash Asset	7.914	0.006
ICR	2.202	0.141
ROA	1.724	0.192
ROE	0.002	0.967
Tobin Q	2.819	0.096
Div Yield	2.842	0.095
EPS	7.118	0.009
Payout	0.000	0.985
Inv_Ratio	2.770	0.099
Delta Ricavi	0.016	0.900
Delta Attivo	0.139	0.710

Nota: Il test è basato sui modelli con controlli di governance.

L'ipotesi nulla del test  $H_0$  assume l'uguaglianza tra i due coefficienti, pertanto p-value ridotti indicano aree di divergenza tra i due tipi manager. I dati più sorprendenti riguardano la gestione della liquidità e la capacità di generare utile per azione. In questi ambiti, il Placeholder CEO e il Family CEO non risultano figure sostituibili: il test sul cash asset mostra infatti la statistica F più elevata del campione (7.914 con  $p < 0.01$ ), segnalando che la gestione delle riserve liquide segue logiche profondamente diverse a seconda della natura della leadership. Risultati analoghi si riscontrano per gli EPS ( $F=7.118$  con  $p = 0.009$ ), dove la significatività inferiore all'1% conferma che l'impatto sulla redditività netta per azione è sensibilmente differente tra il manager transitorio e quello familiare.

Un secondo blocco di variabili mostra invece una divergenza meno marcata ma comunque rilevante, situandosi sulla soglia di significatività del 10%. È il caso del Tobin Q e del Dividend Yield, parametri attraverso i quali il mercato sembra operare una distinzione nella valutazione dell'impresa e della sua politica remunerativa. Allo stesso modo, l'Investment Ratio evidenzia come le scelte di allocazione del capitale destinate alla crescita non siano statisticamente sovrapponibili, suggerendo una differente reattività nelle politiche di investimento di lungo periodo.

Al contrario, si osserva una sostanziale convergenza su altre variabili chiave, dove i p-value elevati non permettono di rifiutare l'ipotesi nulla di uguaglianza. La leva finanziaria, espressa sia come D/A che da D/E, non mostra differenze significative, così come la redditività operativa (ROA con  $p=0.192$ ). Risulta particolarmente significativo il dato sul Payout e sul ROE: con statistiche F prossime allo zero (rispettivamente 0.000 e 0.002) e p-value vicini all'unità, l'impatto delle due tipologie di CEO su questi parametri appare pressoché identico. Questo suggerisce che, per queste specifiche variabili, la natura della leadership non costituisca un fattore discriminante e tali scelte appaiono guidate da meccanismi interni che prescindono dalla figura al comando, rendendo i due tipi di manager equivalenti nel determinare l'andamento aziendale.

Tuttavia, il test più significativo per definire l'identità manageriale del Placeholder è il confronto con il Professional CEO presentato nella tabella 15, nella pagina successiva. Poiché nei modelli di regressione il manager professionale è stato utilizzato come categoria di riferimento omessa, il test permette di validare statisticamente la distanza e la direzione tra la gestione transitoria e professionale standard.

Tabella 15: Test di Differenza tra Placeholder e Professional CEO

	F-stat	P-value
Leva(D/A)	0.523	0.471
Leva(D/E)	0.950	0.332
Cash_Asset	20.804	0.000
ICR	0.097	0.756
ROA	3.109	0.080
ROE	0.174	0.678
Tobin Q	4.495	0.036
Div_Yield	6.963	0.009
EPS	7.641	0.007
Payout	2.266	0.135
Inv_Ratio	0.137	0.712
Delta Ricavi	1.419	0.236
Delta Attivo	1.763	0.187

I risultati della tabella 15 chiariscono che il Placeholder non agisce come un tipico manager professionale, ma presenta una performance decisamente depotenziata. L'evidenza più forte riguarda la gestione della liquidità: il coefficiente del cash asset indica che il Placeholder riduce significativamente la cassa rispetto al Professional CEO. Se quest'ultimo tende a mantenere riserve liquide per finanziare la crescita o per flessibilità strategica, il Placeholder opera una gestione molto più conservativa, probabilmente limitata al mantenimento dell'esistente.

Anche sul fronte della valutazione di mercato e della redditività, la differenza è netta: il test mostra discrepanze significative per il Tobin Q, il Dividend Yield e gli EPS. In tutti questi casi, la direzione del coefficiente negativo per il Placeholder suggerisce che il mercato e le performance penalizzano la figura transitoria rispetto a quella professionale. Mentre il Professional CEO è percepito come un creatore di valore con un mandato di lungo termine, il Placeholder si configura come un manager professionale 'limitato', che non riesce a garantire i livelli di performance e di efficienza finanziaria tipici di tale leadership.

## 9 CONCLUSIONI

L'obiettivo di questa tesi era di ricercare evidenze statistiche relative alla figura del Placeholder CEO e al suo impatto sulle performance e sulle scelte finanziarie di un campione di imprese familiari italiane quotate alla Borsa di Milano, effettuando un confronto con le leadership professionali e familiari. Nel corso della stesura dell'elaborato sono stati analizzati i principali contributi della letteratura sulle imprese familiari e sui passaggi generazionali. Per rispondere a tali quesiti di ricerca, è stato utilizzato e integrato un dataset che include variabili di bilancio, indicatori di performance e parametri di governance, attingendo ai database finanziari, ai documenti ufficiali pubblicati dalle società e a materiale disponibile presso i siti della Borsa Italiana e della Consob.

I risultati dell'analisi dei coefficienti ricavati dalle regressioni evidenziano come la figura del Placeholder CEO non sia semplicemente un attore neutrale di passaggio, ma una figura caratterizzata da un peculiare ibridismo manageriale che condiziona significativamente l'efficienza operativa. Il contributo originale del lavoro risiede nell'aver dimostrato, attraverso anche i test di uguaglianza, che il Placeholder non rappresenta né un sostituto del manager familiare né una replica del manager professionale, ma una categoria a sé con dinamiche proprie. In primo luogo, l'indagine sulla struttura finanziaria ha rivelato che il Placeholder CEO non possiede il mandato o l'orizzonte temporale necessario per rinegoziare la struttura del capitale o avviare politiche di indebitamento aggressivo. L'evidenza più robusta riguarda la gestione della liquidità: i test F hanno confermato che la direzione di questo effetto è di segno negativo e superiore rispetto a entrambe le altre categorie. Se la famiglia tende strutturalmente alla prudenza, il Placeholder esaspera questa tendenza adottando una gestione della cassa estremamente contratta, limitata all'ordinaria amministrazione e priva delle risorse necessarie per manovre strategiche. Sul fronte della performance operativa e delle valutazioni di mercato, la tesi dimostra che la leadership del Placeholder è associata a una contrazione della redditività e dell'utile per azione. I test certificano che il Placeholder genera risultati sensibilmente inferiori rispetto ai manager professionali standard. Tale declino non sembra imputabile a carenze nella governance, dato che i risultati restano costanti, quanto piuttosto alla natura temporanea del mandato. Il mercato azionario sembra percepire il Placeholder come un segnale di incertezza strategica, scontando nel prezzo delle azioni l'assenza di una guida dotata di pieni poteri e di una visione di lungo periodo. In sintesi, il Placeholder non

rappresenta quindi un sostituto del familiare o una replica di esso, ma una categoria a sé stante: una sorta di professionista depotenziato che, pur avendo le competenze tecniche, agisce come custode dell'assetto proprietario e senza godere i benefici reputazionali presso gli investitori esterni. In conclusione, la ricerca suggerisce che la nomina di un Placeholder CEO, sebbene sia una soluzione razionale per gestire l'im maturità degli eredi o i conflitti interni, comporta un trade-off strategico non trascurabile. Se da un lato, garantisce la sopravvivenza del controllo dinastico e la stabilità operativa, dall'altro genera una stasi strategica e una penalizzazione borsistica che allontanano l'impresa dai livelli di efficienza raggiungibili attraverso un manager professionale standard.

## BIBLIOGRAFIA

- Adams, R., Keloharju, N., & Knüpfer, S. (2018). Are CEOs born leaders? Lessons from traits of a million individuals. *Journal of Financial Economics*, 130(2), 392-408.
- Amore, M. D., Bennedsen, M., Foss, N., & Bordeerath, B. (2023). CEO succession and innovation in family firms. *Working paper*.
- Amore, M. D., Bennedsen, M., Le Breton-Miller, I., & Miller, D. (2021). Back to the future: The effect of returning-family successions on firm performance. *Strategic Management Journal*, 42(8), 1432-1458.
- Amore, M. D., Bennedsen, M., Mehrotra, V., Shim, J., & Wiwattanakantang, Y. (2024). Placeholder CEOs.
- Anderson, R. C., & Reeb, D. M. (2003). Founding-family ownership and firm performance: evidence from the S&P 500. *Journal of Finance*, 58(3), 1301-1328.
- Ansari, I. F., Goergen, M., & Mira, S. (2014). The determinants of the CEO successor choice in family firms. *Journal of Corporate Finance*, 28, 6-25.
- Ballinger, G. A., & Marcel, J. J. (2010). The use of an interim CEO during succession episodes and firm performance. *Strategic Management Journal*, 31(3), 262-283.
- Bandiera, O., Lemos, R., Prat, A., & Sadun, R. (2018). Managing the family firm: Evidence from CEOs at work. *Review of Financial Studies*, 31(5), 1605-1653.
- Bennedsen, M., Fan, J., Meisner Nielsen, K., & Pérez-González, F. (2020). The Rise of the Temporary CEO in Family Firms.
- Bennedsen, M., Mehrotra, V., Shim, J., & Wiwattanakantang, Y. (2021). Dynastic control without ownership: Evidence from post-war Japan. *Journal of Financial Economics*, 142, 831-843.

- Bennesen, M., Nielsen, K. M., Pérez-González, F., & Wolfenzon, D. (2007). Inside the family firm: The role of families in succession decisions and performance. *Quarterly Journal of Economics*, 122(2), 647-691.
- Brunello, G., Graziano, C., & Parigi, B. M. (2003). CEO turnover in insider-dominated boards: The Italian case. *Journal of Banking & Finance*, 27(6), 1027-1051.
- Burkart, M., Panunzi, F., & Shleifer, A. (2003). Family firms. *Journal of Finance*, 58(5), 2167-2201.
- Claessens, S., Djankov, S., Fan, P. H., & Lang, L. H. P. (2002). Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. *Journal of Finance*, 57(6), 2741-2771.
- Cucculelli, M., & Micucci, G. (2008). Family succession and firm performance: Evidence from Italian family firms. *Journal of Corporate Finance*, 14(1), 17-31.
- Fahlenbrach, R. (2009). Founder-CEOs, Investment Decisions, and Stock Market Performance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 44(2), 439-466.
- Fee, C. E., Hadlock, C. J., & Pierce, J. R. (2013). Managers with and without Style: Evidence Using Exogenous CEO Changes. *Review of Financial Studies*, 26(3), 567-601.
- Gómez-Mejía, L. R., Haynes, K. T., Núñez-Nickel, M., Moyano-Fuentes, J., & Villaseñor, I. (2007). Socioemotional Wealth and Business Risks in Family-controlled Firms. *Administrative Science Quarterly*, 52(1), 106-137.
- Handler, W. C. (1994). Succession in Family Business: A Review of the Research. *Family Business Review*, 7(2), 133-157.
- Landes, D. S. (2006). *Dynasties: Fortunes and Misfortunes of the World's Greatest Business Families*. New York: Viking.
- Miller, D., Le Breton-Miller, I., & Lester, R. H. (2011). Family Firm Governance, Strategic Conformity, and Performance: Institutional vs. Strategic Perspectives. *Organization Science*, 22(1), 88-107.

- Miller, D., Le Breton-Miller, I., Lester, R. H., & Cannella Jr, A. A. (2007). Are family firms really superior performers? *Journal of Corporate Finance*, 13(5), 829-858.
- Minichilli, A., Nordqvist, M., Corbetta, G., & Amore, M. D. (2014). CEO Succession Mechanisms, Organizational Context, and Performance: A Socio-Emotional Wealth Perspective on Family-Controlled Firms. *Journal of Management Studies*, 51(7), 1153-1175.
- Morck, R., Stangeland, D., & Yeung, B. (2000). "Inherited Wealth, Corporate Control and Economic Growth: The Canadian Disease?" in Randall K. Morck, ed., *Concentrated Corporate Ownership*. Chicago, IL: University of Chicago Press, 319–369.
- Mullins, W., & Schoar, A. (2016). How do CEOs see their roles? Management philosophies and styles in family and non-family firms. *Journal of Financial Economics*, 119(1), 24-43.
- Pérez-González, F. (2006). Inherited control and firm performance. *American Economic Review*, 96(5), 1559-1588.
- Shen, W., & Cannella, A. A. (2002). Revisiting the Performance Consequences of CEO Succession. *Academy of Management Journal*, 45(4), 717–733.
- Villalonga, B., & Amit, R. (2006). How do family ownership, control and management affect firm value? *Journal of Financial Economics*, 80(2), 385–417.
- Villalonga, B., & Amit, R. (2020). Family ownership. *Oxford Review of Economic Policy*, 36, 241–257.
- Volpin, P. (2002). Governance with poor investor protection: evidence from top executive turnover in Italy. *SSRN Working Paper*.
- Zhang, Y., & Rajagopalan, N. (2004). When the Known Devil Is Better Than an Unknown God: An Empirical Study of Interim CEO Appointments. *Strategic Management Journal*, 25(3), 301–316.



## APPENDICE

In questa sezione vengono riportate le analisi supplementari condotte per verificare la solidità dei risultati presentati nella parte principale della tesi. Le 3 tabelle presentano i risultati dei modelli di regressione testando le medesime ipotesi e utilizzando lo stesso set di variabili e controlli. La differenza sta nella scelta della categoria omessa, infatti il Family CEO funge da riferimento.

Tabella 16: Struttura Finanziaria

	(1)	(2)	(3)	(4)
	Leva (D/A)	Leva (D/E)	Cash	ICR
L.Placeholder CEO	0.016 (0.014)	-0.014 (0.091)	-0.032*** (0.011)	-4.651 (3.134)
L.Professional CEO	0.030* (0.018)	0.163 (0.168)	0.034*** (0.010)	-3.145 (3.129)
LogAsset	0.174*** (0.041)	0.683 (0.473)	0.087*** (0.028)	-8.892 (9.836)
Firm Age	-0.003** (0.001)	-0.008 (0.013)	0.001 (0.001)	0.808** (0.381)
Tangibilità	0.099 (0.112)	0.492 (0.597)	-0.511*** (0.088)	-58.590** (27.798)
Turnover del CEO	0.007 (0.006)	0.067 (0.067)	-0.002 (0.004)	1.023 (1.978)
CEO Chair	-0.012 (0.014)	-0.059 (0.108)	0.002 (0.009)	-0.263 (1.972)
Indipendenti/Board	-0.020 (0.042)	-0.284 (0.445)	0.022 (0.030)	-4.728 (13.852)
Investitori Istituzionali	-0.021* (0.011)	-0.171* (0.100)	-0.001 (0.008)	4.772* (2.496)
STAR	0.050* (0.026)	0.164 (0.280)	-0.002 (0.022)	-7.252 (7.162)
ROA	-0.764*** (0.148)	-5.853*** (0.797)	0.178** (0.085)	229.376*** (38.948)
SD 3 anni	0.572*** (0.121)	4.207*** (1.283)	0.169* (0.098)	-50.485 (31.460)
Cash Flow	-0.000 (0.000)	0.000 (0.000)		0.003 (0.004)
Constant	-0.059 (0.108)	-0.591 (1.010)	0.036 (0.082)	14.100 (32.575)
Effetti Fissi Anno	Yes	Yes	Yes	Yes
Effetti Fissi Impresa	Yes	Yes	Yes	Yes
R-quadro	0.317	0.172	0.417	0.254
Osservazioni	1400.000	1390.000	1400.000	1370.000

Tabella 17: Performance e Mercato

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	ROA	ROE	Q di Tobin	Dividend Yield	EPS	Payout
L.Placeholder CEO	-0.010 (0.008)	-0.001 (0.023)	-0.177* (0.105)	-0.417* (0.248)	-0.229*** (0.086)	-0.002 (0.106)
L.Professional CEO	0.006 (0.007)	0.011 (0.022)	0.096 (0.107)	0.432 (0.267)	0.025 (0.097)	0.214 (0.132)
LogAsset	0.019** (0.009)	0.065** (0.030)	0.207 (0.218)	0.196 (0.437)	0.827*** (0.235)	0.583** (0.293)
Firm Age	0.001 (0.000)	0.000 (0.002)	-0.011 (0.007)	0.034 (0.022)	0.017* (0.009)	-0.023* (0.012)
Tangibilità	-0.090*** (0.023)	- 0.203** * (0.053)	-0.584* (0.327)	-1.526** (0.633)	-0.864*** (0.287)	0.063 (0.503)
Turnover del CEO	-0.010** (0.004)	- 0.041** * (0.015)	-0.071 (0.050)	-0.114 (0.118)	-0.107* (0.061)	0.099 (0.120)
CEO Chair	-0.005 (0.007)	-0.011 (0.020)	-0.124 (0.117)	0.280 (0.252)	-0.135 (0.092)	-0.018 (0.114)
Indipendenti/Board	-0.003 (0.021)	0.014 (0.064)	-0.079 (0.208)	-0.388 (0.896)	-0.293 (0.297)	0.452 (0.450)
Investitori Istituzionali	-0.003 (0.004)	-0.014 (0.013)	-0.039 (0.059)	-0.119 (0.160)	-0.070 (0.071)	0.014 (0.073)
STAR	0.006 (0.007)	0.043 (0.029)	0.072 (0.051)	0.162 (0.333)	-0.122 (0.108)	0.193* (0.104)
L.Leva (Debito/Attivo Totale)	-0.110*** (0.022)	- 0.227** * (0.073)	-0.472 (0.313)	-2.688*** (0.593)	-1.399*** (0.311)	-1.300*** (0.305)
Price to Earnings			0.002 (0.001)			
L.Cash Flow			0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)
Constant	0.024 (0.034)	0.028 (0.105)	1.818*** (0.583)	1.350 (1.101)	-1.832*** (0.690)	0.236 (0.771)
Effetti Fissi Anno	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Effetti Fissi Impresa	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
R-quadro	0.160	0.108	0.201	0.130	0.149	0.049
Osservazioni	1610.000	1586.000	1194.000	1590.000	1601.000	1257.000

Tabella 18: Investimento e Crescita

	(1)	(2)	(3)
	Investment ratio	Delta Ricavi (%)	Delta Attivo (%)
L.Placeholder CEO	-0.005*	-0.003	-0.007
	(0.003)	(0.027)	(0.019)
L.Professional CEO	-0.003	0.034	0.031
	(0.004)	(0.022)	(0.023)
LogAsset	-0.002	0.095**	0.242***
	(0.008)	(0.042)	(0.041)
Firm Age	-0.001***	-0.006***	-0.007***
	(0.000)	(0.001)	(0.002)
Tangibilità	0.018	-0.064	-0.030
	(0.012)	(0.089)	(0.060)
Turnover del CEO	-0.000	-0.004	-0.006
	(0.002)	(0.012)	(0.011)
CEO Chair	-0.000	-0.017	-0.009
	(0.002)	(0.019)	(0.016)
Indipendenti/Board	-0.011	0.095*	0.028
	(0.009)	(0.050)	(0.042)
Investitori Istituzionali	-0.001	0.005	-0.005
	(0.002)	(0.011)	(0.012)
STAR	0.004	0.048**	0.047**
	(0.004)	(0.022)	(0.019)
L.ROA	0.083***	-0.009	0.310***
	(0.017)	(0.138)	(0.111)
L.Leva (Debito/Attivo Totale)	-0.021*	-0.003	-0.363***
	(0.012)	(0.064)	(0.054)
L.Cash Flow	-0.000	-0.000**	-0.000***
	(0.000)	(0.000)	(0.000)
Constant	0.095***	0.136	-0.170
	(0.020)	(0.093)	(0.112)
Effetti Fissi Anno	Yes	Yes	Yes
Effetti Fissi Impresa	Yes	Yes	Yes
R-quadro	0.149	0.221	0.209
Osservazioni	1602.000	1601.000	1609.000