



POLITECNICO DI TORINO

Corso di Laurea Magistrale

in Ingegneria Gestionale

Tesi di Laurea Magistrale

**Successione del CEO nelle imprese familiari: CEO familiari,
esterni e placeholder e impatto su performance e politiche di
investimento**

Relatore

Prof.ssa Laura Rondi

Candidato

Francesco Schiavone

Anno Accademico 2025-2026

ABSTRACT

Questa tesi analizza la successione e il turnover del CEO nelle imprese familiari attraverso una rassegna strutturata della letteratura teorica ed empirica, con particolare attenzione al confronto tra CEO familiari e CEO non familiari. L'obiettivo è ricostruire in che modo le preferenze della famiglia controllante, gli assetti di corporate governance e il contesto istituzionale influenzino la scelta del successore, le modalità con cui avviene la transizione al vertice e le conseguenze economiche del ricambio.

Dopo aver inquadrato i principali meccanismi di governance e i determinanti del processo successorio, l'elaborato discute l'evidenza empirica sulla *turnover-performance sensitivity* e sulle reazioni dei mercati agli annunci di successione in contesti istituzionali differenti, evidenziando come la funzione disciplinante del turnover possa dipendere dalla contendibilità del ruolo e dall'intensità del controllo familiare. Vengono inoltre discussi studi che approfondiscono l'impatto del CEO familiare sulla performance, considerando anche i casi in cui rientra dopo una fase di professionalizzazione (successioni *Type-R*). Infine, il confronto tra CEO familiari e CEO non familiari viene esteso alle strategie di investimento, considerate come canale attraverso cui la leadership può incidere sulla traiettoria dell'impresa in termini di orizzonte temporale, profilo di rischio ed efficienza dell'investimento.

ABSTRACT

This thesis examines CEO succession and turnover in family firms through a structured review of the theoretical and empirical literature, with a particular focus on the comparison between family CEOs and non-family CEOs. The aim is to reconstruct how controlling-family preferences, corporate governance arrangements, and the institutional environment influence successor selection, how the succession process unfolds, and the economic consequences of leadership change.

After outlining the main governance mechanisms and the key determinants of the succession process, the thesis reviews empirical evidence on turnover–performance sensitivity and stock market reactions to succession announcements across different institutional settings, showing that the disciplining role of turnover may depend on the contestability of the CEO position and the intensity of family control. The thesis also discusses studies that investigate the impact of family CEOs on performance, including cases in which a family CEO returns after a period of professional management (*Type-R* successions). Finally, the comparison between family and non-family CEOs is extended to corporate investment policy, viewed as a channel through which leadership can shape the firm’s trajectory in terms of time horizon, risk profile, and investment efficiency.

Sommario

INTRODUZIONE	11
1 L'impresa familiare: cornice teorica.....	14
1.1 Definizioni operative e contesto generale	14
1.1.1 Diffusione nel panorama internazionale e nazionale.....	19
1.2 La creazione di valore per le imprese familiari.....	21
1.2.1 Gestione a lungo termine	22
1.2.2 Famiglia come sostituto di governance ed enforcement incompleti .	22
1.2.3 Il capitale umano, trasferimento di conoscenze e coordinamento interno	23
1.2.4 Connessioni politiche e accesso privilegiato a risorse.....	23
1.2.5 Il nepotismo e l'eredità familiare.....	24
1.3 Evoluzione dell'impresa.....	25
1.3.1 La teoria dell'agenzia	26
1.3.2 Benefici monetari e non monetari del controllo	29
1.3.3 Costi di agenzia: monitoring, bonding e perdita residua	31
1.3.4 Imprenditore-manager e diritti di voto: controllo formale e controllo sostanziale	32
1.4 Corporate governance	33
1.4.1 Origini e definizioni della corporate governance	34

1.5	Meccanismi esterni.....	35
1.5.1	Market for corporate control: scalata ostile e guerra alle deleghe	36
1.5.2	Pressione competitiva sul mercato dei beni.....	37
1.5.3	Competizione sul mercato dei manager.....	38
1.5.4	Contesto legislativo e istituzionale	40
1.6	Meccanismi interni	45
1.6.1	Consiglio di amministrazione.....	45
1.6.2	Remunerazione dei manager.....	49
1.6.3	Disciplina del debito	52
2	Successione nelle imprese familiari: quadro teorico, determinanti e meccanismi	55
2.1	CEO turnover e CEO succession: definizioni e distinzioni concettuali.....	55
2.2	Il ricambio generazionale e la pianificazione della successione.....	56
2.2.1	Gli attori coinvolti nel processo	58
2.3	Determinanti della scelta del successore: family CEO vs outside CEO.....	59
2.3.1	Fattori familiari: preferenze di controllo, regole informali e legittimazione del successore	61
2.3.1.1	Teoria della Socioemotional Wealth.....	61
2.3.1.2	Regole informali e legittimazione: la primogenitura tra stabilità dinastica e rischi di performance.....	65
2.3.2	Fattori di governance interna e distribuzione del potere decisionale: CdA e contendibilità del vertice	69

2.3.2.1	Composizione e indipendenza effettiva del CdA	69
2.3.2.2	Controllo vs gestione e disciplina del vertice: implicazioni da un contesto insider-dominated	71
2.3.3	Fattori esterni: contesto socioculturale e istituzionale	73
2.3.3.1	Fiducia sociale e monitoraggio del CEO esterno	73
2.3.3.2	Contesto istituzionale e rischio di entrenchment del CEO familiare..	74
2.4	Meccanismi di successione.....	75
2.4.1	Design del processo di selezione: competizione, segnali e potere decisionale	75
2.4.2	Relay succession: continuità e trasferimento graduale di competenze	77
2.4.3	Horse race: competizione interna e selezione del profilo migliore....	77
2.4.4	Nomina di un CEO esterno: professionalizzazione e ampliamento del bacino di competenze	78
2.4.5	Efficacia dei meccanismi successori: risultati empirici e ruolo della governance	79
2.5	CEO temporanei e CEO placeholder come meccanismo ponte: inquadramento, funzioni e implicazioni	81
3	Evidenza empirica del turnover nelle imprese familiari	85
3.1	Misure e disegni empirici: performance, mercati ed endogeneità	86
3.1.1	Indicatori di performance contabile	86
3.1.2	Indicatori di performance di mercato.....	87
3.1.3	Strategie empiriche e identificazione	88

3.2	Turnover-performance sensitivity e la risposta dei mercati.....	90
3.2.1	Evidenze in Italia – Brunello, Graziano e Parigi (2003): turnover performance sensitivity.....	90
3.2.2	Evidenze in UK – Hillier e McColgan (2004): disciplina manageriale e reazione del mercato.....	94
3.3	L'effetto del family CEO sulle performance dell'impresa.....	101
3.3.1	L'effetto del family CEO sulle performance: evidenza IV	101
3.3.2	Successioni Type-R: ritorno del CEO familiare al controllo.....	107
3.3.3	Conclusioni capitolo.....	112
4	L'effetto della successione del CEO nelle politiche di investimento: evidenze per traiettoria.....	115
4.1	Investimenti e crescita nelle imprese familiari: panoramica empirica.....	116
4.1.1	Livello e composizione dell'investimento: CAPEX e R&S (Anderson, Duru e Reeb, 2012).....	116
4.1.2	Innovazione e stabilità degli investimenti in R&S.....	117
4.1.3	Strategie di crescita e riallocazione: diversificazioni e acquisizioni..	119
4.2	Effetti della successione sugli investimenti: evidenza empirica dallo studio di Lin (2025)	120
4.2.1	Dati e campione.....	120
4.2.2	Variabili e misure operative	121
4.2.3	Strategia empirica.....	122
4.2.4	Risultati	124

4.2.4.1	Test di parallel trends.....	125
4.2.4.2	Effetto medio della successione sugli investimenti	126
4.2.5	Transizione da Family CEO a Family CEO: confronto tra fondatore e seconda generazione.....	128
4.2.5.1	Robustezza: Endogeneità e 2SLS	130
4.2.6	Transizione da Family CEO a Outside CEO: confronto tra fondatore e CEO esterno	131
4.2.7	Moderatore: competizione tra fratelli.....	133
4.3	Successioni Type-R e CEO Placeholder: implicazioni per investimenti e crescita	135
4.3.1	Transizione da Outside CEO a Family CEO: successioni Type-R.....	136
4.3.2	CEO placeholder: intensità di investimento pre-successione.....	136
4.4	Conclusione finale del capitolo.....	138
	CONCLUSIONI GENERALI.....	140
	APPENDICE	144
	Riferimenti	146
	Sitografia	151

INTRODUZIONE

La successione del *Chief Executive Officer* (CEO) costituisce uno snodo cruciale nella traiettoria delle imprese familiari, poiché può modificare in modo significativo indirizzo strategico, assetti di governo e risultati economico-finanziari. Nelle imprese familiari, infatti, la scelta del vertice non riflette soltanto valutazioni di competenza manageriale, ma si intreccia con la struttura proprietaria concentrata, con la tutela (o la preservazione) del controllo e con obiettivi che possono includere, accanto alla redditività, la continuità familiare e la conservazione di benefici privati e non pecuniari legati al controllo. In questo contesto, il turnover del CEO è un fenomeno particolarmente informativo poiché può operare sia come meccanismo disciplinante in risposta a performance deludenti, che risultare attenuato da dinamiche di *entrenchment* o da preferenze della famiglia controllante.

Attraverso una rassegna strutturata della letteratura, questa tesi ha lo scopo di analizzare il legame tra successione/turnover del CEO e performance nelle imprese familiari, adottando una prospettiva integrata che collega determinanti, processi e conseguenze del ricambio al vertice. L'attenzione si concentra sul confronto tra due profili di leadership: il CEO familiare, appartenente al nucleo di controllo, e il CEO non familiare, esterno o professionale. Accanto a questa dicotomia, vengono considerate anche soluzioni ibride emerse nella letteratura recente, come i CEO placeholder, ossia manager non familiari nominati per un periodo limitato con l'obiettivo di gestire la transizione tra due leadership familiari.

Il lavoro è strutturato in quattro capitoli. Il Capitolo 1 dell'elaborato ha natura teorica e conoscitiva e si apre con un inquadramento dell'impresa familiare, chiarendo le definizioni operative e il peso economico che queste hanno nei diversi settori. Successivamente, si analizza come la crescita e l'apertura a capitali esterni modifichino la struttura dell'impresa rendendo centrali i problemi di agenzia. Viene delineato, quindi, il quadro della corporate governance, distinguendo i meccanismi interni ed esterni di disciplina del management, e si approfondiscono struttura proprietaria, diritti di voto,

contendibilità del controllo e tutela degli azionisti, con le relative implicazioni per i passaggi generazionali e, più in generale, per la scelta del vertice.

Con questo sfondo teorico, nel Capitolo 2 si passa a trattare il tema della successione del CEO nelle imprese familiari. Dopo aver distinto concettualmente tra “successione” e “turnover”, si analizza il ricambio generazionale e l’importanza della pianificazione successoria. Vengono discussi, quindi, i determinanti della scelta del successore, legati a preferenze familiari e vincoli di governance e istituzionali, e i principali meccanismi con cui il passaggio di guida può avvenire, ovvero attraverso percorsi di sviluppo interno (*relay*), la competizione tra candidati (*horse race*) e l’assunzione esterna (*external hire*). L’analisi discute come le variabili di governance, quali la struttura proprietaria e dei diritti di voto e il grado di indipendenza effettiva del consiglio di amministrazione, insieme alle variabili di contesto familiare, come l’orientamento socio-emotivo (SEW), l’ordine di nascita degli eredi e il grado di fiducia verso gli estranei, incidano sia sulla sensibilità del turnover alla performance sia sui risultati successivi al passaggio di testimone. In chiusura, si approfondisce la figura del CEO placeholder come meccanismo ponte, utile a comprendere come la famiglia possa progettare traiettorie di leadership multi-periodo senza cedere stabilmente la guida.

Nel Capitolo 3 l’attenzione si sposta sull’evidenza empirica. In primo luogo, viene discussa la *turnover-performance sensitivity* in contesti istituzionali differenti – quello italiano e quello britannico – per analizzare in che misura le decisioni di turnover si associno alle performance contabili e come i mercati reagiscano agli annunci di successione. Successivamente, l’analisi si concentra sull’impatto del CEO familiare sulla performance, richiamando studi che adottano strategie di identificazione causale per affrontare il problema dell’endogeneità nella scelta del CEO, in modo da garantire un confronto più solido tra le diverse tipologie di leadership, includendo la stabilità del vertice. Infine, il confronto tra le tipologie di CEO viene esteso ai casi in cui la successione implica il ritorno di un CEO familiare dopo una fase di professionalizzazione della gestione (successioni *Type-R*).

Il Capitolo 4, che conclude l'elaborato, estende l'analisi della successione del CEO alla dimensione delle politiche di investimento e di crescita, considerate come canale attraverso cui governance e obiettivi del controllo si traducono in innovazione e trasformazione strategica. L'attenzione non si concentra solo sulle differenze "in media" tra CEO familiari e CEO esterni, ma sugli effetti che tali differenze subiscono quando si verifica un ricambio al vertice, attraverso l'analisi delle principali traiettorie di successione quali il passaggio dal fondatore alla seconda generazione, la nomina di un CEO esterno, il rientro della famiglia dopo una fase di professionalizzazione e il ricorso al CEO placeholder. Vengono discusse le evidenze empiriche su investimenti tangibili e intangibili e su indicatori di crescita, collegandole all'orizzonte temporale delle decisioni, al profilo di rischio dell'allocazione del capitale e alla qualità dell'investimento in termini di efficienza. L'obiettivo è integrare l'analisi della successione con la dimensione delle scelte reali d'impresa, mantenendo centrale il confronto tra leadership familiare ed esterna e tenendo conto dell'influenza che gli assetti di governance e contesto istituzionale possono esercitare.

1 L'impresa familiare: cornice teorica

Lo scopo di questo capitolo è inquadrare la realtà delle imprese familiari (*family firms*), definendone le principali accezioni e il peso nei sistemi economici, e richiamare i fondamenti della corporate governance utili a interpretare gli assetti di controllo nelle imprese a proprietà concentrata. In particolare, si analizzano struttura proprietaria, diritti di voto e grado di contendibilità del controllo, al fine di costruire la cornice teorica entro cui leggere le scelte di successione e di turnover del CEO nelle imprese familiari.

1.1 Definizioni operative e contesto generale

Le imprese familiari rappresentano una delle forme più antiche e, al tempo stesso, più attuali di organizzazione dell'attività economica. Storicamente, prima che si affermassero le grandi società per azioni a capitale diffuso, l'iniziativa imprenditoriale è stata spesso associata a un nucleo proprietario ristretto, con a capo una famiglia in grado di imprimere all'impresa un orientamento strategico, valoriale e identitario di lungo periodo.

La letteratura aziendalistica non offre una definizione univoca e universalmente accettata di impresa familiare. Per inquadrare correttamente il fenomeno, è necessario chiarire preliminarmente che cosa si intenda per impresa familiare e quali criteri vengano adottati per identificarla nella letteratura. Da un punto di vista civilistico, nel diritto italiano (art. 230-bis c.c.) per impresa familiare si intende *"l'impresa nella quale collaborano in modo continuativo il coniuge, i parenti entro il terzo grado e gli affini entro il secondo grado dell'imprenditore; ai familiari partecipanti la norma riconosce il diritto al mantenimento e una partecipazione agli utili, ai beni acquistati con essi e agli incrementi dell'azienda (incluso l'avviamento), in proporzione alla quantità e alla qualità del lavoro prestato"* (Italia, 1942, art. 230-bis c.c.). Tuttavia, questa definizione risponde principalmente a finalità di tutela del lavoro prestato dai familiari anche in assenza di un contratto formale e richiede una partecipazione lavorativa "effettiva". La letteratura aziendalistica, invece, mira a considerare anche configurazioni nelle quali l'impresa è

riconducibile alla famiglia pur non ricadendo pienamente nella fattispecie giuridica. (Dell'Atti, 2007)

All'interno della dottrina, una prima accezione – storicamente più restrittiva – identifica come familiare *“un'impresa in cui l'intero capitale di rischio è detenuto da una famiglia e tutti i membri prestano la loro attività”* (Dell'Amore G. (1962), citato in Dell'Atti, 2007). Tale formulazione, pur utile per delineare un caso “puro”, presenta dei limiti in quanto non considera la possibilità che il controllo sia esercitato congiuntamente da più famiglie, né la presenza di manager professionisti a supporto o in affiancamento ai familiari. Inoltre, per questa ragione, rischia di ridurre le imprese familiari esclusivamente a piccole realtà, mentre nella pratica si osservano gruppi e imprese di grandi dimensioni e strutture complesse, talvolta con più famiglie e più imprese sotto un unico soggetto economico.

A partire da questa impostazione iniziale, la dottrina ricostruisce con chiarezza due criteri ricorrenti, presenti in forme diverse nella gran parte delle definizioni:

- (i) il **grado di controllo** sul capitale di rischio detenuto da una o più famiglie legate da rapporti di parentela/affinità;
- (ii) il **grado di coinvolgimento** dei membri della famiglia (o delle famiglie) nell'attività aziendale.

Questi criteri consentono di ordinare le definizioni in base all'enfasi attribuita alla proprietà (*ownership*), alla gestione (*management*) o alla combinazione di entrambe.

In linea con il primo criterio, alcuni autori adottano una visione *ownership-based* privilegiando l'assetto proprietario e la capacità di esercitare il controllo. Dematté e Corbetta (1993) definiscono familiare *“un'impresa in cui una o poche famiglie collegate da vincoli di parentela o affinità o solide alleanze, detengono quote di capitale di rischio sufficiente ad assicurare il controllo dell'impresa”* (Dematté & Corbetta, 1993). Tale prospettiva mette al centro la possibilità di influenzare decisioni e organi di governo attraverso la titolarità dei diritti di voto e, più in generale, il presidio del capitale di rischio.

Altri contributi, invece, adottano una visione principalmente *involvement-based*, distinguendo l'impresa familiare in base alla presenza della famiglia nella gestione e nelle posizioni di controllo. In tal senso, Alcorn (1982) considera familiare un'impresa in cui *“la famiglia, anche quando la proprietà sia condivisa con soggetti esterni, risulta attiva nella gestione del business”* (Alcorn, 1982). La stessa letteratura evidenzia che un simile approccio, se adottato in modo esclusivo, può includere casi in cui la famiglia non possiede necessariamente la maggioranza del capitale, ma esercita influenza attraverso il presidio di ruoli chiave e posizioni di governo.

Una parte importante della dottrina ritiene preferibile una definizione che inglobi entrambi i criteri, poiché la sola proprietà rischia di includere casi di mera detenzione patrimoniale (famiglia-investitore), mentre la sola presenza gestionale può non catturare il ruolo del controllo. In questa direzione, viene richiamata la definizione secondo cui *“una impresa familiare è una organizzazione nella quale le decisioni riguardanti la proprietà e il management sono influenzate dalle relazioni con una famiglia o poche famiglie”* (Dyer, 1986).

Accanto alle dimensioni di proprietà e gestione, alcuni contributi mettono in evidenza un ulteriore elemento: la prospettiva intergenerazionale e l'intenzione di continuità. Schillaci (1990) definisce l'impresa familiare come *“una attività imprenditoriale che possa intimamente identificarsi in una famiglia (od anche in più di una famiglia), per una o più generazioni. L'influenza della famiglia sull'impresa è legittimata dalla titolarità di tutto o parte del capitale di rischio ed esercitata anche attraverso la partecipazione di alcuni dei suoi membri al management”* (Schillaci, 1990). Allo stesso modo, Sharma et al. (1997) considerando familiare *“quell'attività di impresa che viene gestita con l'intenzione di formare, sviluppare e sostenere nel tempo una vision condivisa da una coalizione dominante, controllata da membri della stessa famiglia o da un ristretto gruppo di famiglie”* (Sharma et al., 1997). Ne deriva che la “familiarità” non riguarda soltanto chi possiede o gestisce oggi, ma anche la volontà di preservare il progetto imprenditoriale nel tempo, spesso oltre il fondatore e lungo più generazioni.

Sulla base di tali considerazioni, Dell'Atti (2007) propone una definizione operativa che integra in modo esplicito controllo e coinvolgimento, definendo familiare un'impresa in cui *“una quota del capitale di rischio, sufficiente a garantire il controllo della medesima, è posseduta da una o più famiglie ed, inoltre, uno o più membri di queste famiglie prestano il proprio lavoro (direttivo o manuale) all'interno di essa”* (Dell'Atti, 2007). Tale formulazione è rilevante poiché, oltre a integrare esplicitamente controllo e coinvolgimento, non vincola la definizione alla dimensione dell'impresa ed evidenzia il legame di dipendenza delle sorti dell'impresa da quelle della famiglia, che sia essa composta da uno o più membri nell'attività operativa a prescindere dallo stadio generazionale.

La dottrina evidenzia inoltre che l'universo delle imprese familiari è intrinsecamente eterogeneo e che, per descriverlo in modo adeguato, sono spesso necessari approcci più articolati. In particolare, si osserva una progressione da modelli monodimensionali, basati solo sul coinvolgimento della famiglia, a modelli multidimensionali che combinano variabili diverse. In questa prospettiva, Corbetta (1995) propone una classificazione che incrocia:

- il **modello di proprietà del capitale** (da assetti più chiusi ad assetti più aperti);
- la **presenza di familiari nel CdA** e negli organi direttivi;
- la **dimensione** dell'organismo personale dell'impresa.

Tale prospettiva è coerente con l'impostazione *family-ownership-management* richiamata in letteratura, utile per rappresentare come famiglia, proprietà e governo/gestione possano combinarsi in misura diversa, generando configurazioni differenti.

Sul piano empirico, questa eterogeneità si riflette nelle diverse modalità con cui la “familiarità” viene operazionalizzata attraverso proxy osservabili delle tre dimensioni richiamate. Alcuni studi adottano criteri centrati sul controllo proprietario e/o sulla presenza della famiglia negli organi di governo: è il caso di Anderson e Reeb (2003) che identificano le imprese familiari combinando la quota azionaria della famiglia fondatrice

e/o la presenza di familiari nel consiglio di amministrazione (Anderson & Reeb, 2003). Lee (2006) propone una classificazione più ampia, includendo anche forme di controllo manageriale oltre alla sola ownership (Lee, 2006). Altri contributi, enfatizzano l'intreccio tra proprietà e ruoli di governo/gestione, includendo la partecipazione della famiglia negli organi societari e nel top management fino alla carica di CEO (Ansari et al., 2014; Bennedsen et al., 2007; Minichilli et al., 2014). Ne deriva che la famiglia non è soltanto un investitore, ma è un soggetto che partecipa attivamente ai processi decisionali e di supervisione, incidendo sulla selezione del vertice esecutivo, sull'indirizzo strategico e sui meccanismi di controllo interno. Per questa ragione, la definizione adottata assume importanza poiché incide sulla composizione dei campioni e sulla comparabilità dei risultati degli studi.

A tal proposito, vengono spesso adottate definizioni "standardizzate". In questa direzione si colloca la definizione proposta in ambito europeo dal *Family Business Group* (Commissione Europea, 2009) che, basandosi sui diritti di voto e coinvolgimento gestionale, qualifica come familiare un'impresa:

- di **qualunque dimensione**;
- in cui la **maggioranza dei voti (diretta o indiretta) è in mano ai fondatori o ai rispettivi familiari** (o comunque a persone fisiche che ne abbiano acquisito la proprietà, e ai loro familiari);
- in cui **almeno un familiare è impegnato nella gestione**;
- per le società quotate è sufficiente il **25% dei diritti di voto**.

In conclusione, la letteratura converge nel descrivere le imprese familiari come un universo intrinsecamente eterogeneo, riconducibile a combinazioni diverse di proprietà, assetto di governo e coinvolgimento nella gestione. Ne deriva che qualunque evidenza descrittiva o analisi empirica sul fenomeno deve essere interpretata alla luce della definizione adottata e delle configurazioni che essa include.

1.1.1 DIFFUSIONE NEL PANORAMA INTERNAZIONALE E NAZIONALE

Quando si parla di impresa familiare si tende ad associarla a realtà di piccole dimensioni, spesso artigianali, tramandate di padre in figlio e considerate marginali. Tale rappresentazione è però riduttiva: la presenza di famiglie imprenditoriali e di assetti di controllo riconducibili a un nucleo familiare attraversa contesti istituzionali e mercati dei capitali molto diversi, assumendo forme differenti a seconda delle regole di governance, della qualità delle istituzioni e delle modalità di finanziamento prevalenti.

Sul piano economico, alle imprese familiari viene riconosciuto un ruolo quantitativamente e qualitativamente centrale: in molti Paesi esse rappresentano una quota molto ampia del tessuto produttivo, sia in termini di numero di imprese sia in termini di occupazione e valore aggiunto generato (Bennedsen et al., 2007). Gli assetti familiari sono predominanti tra le imprese private, ma sono presenti anche in un'ampia percentuale di quelle quotate in borsa. La loro presenza è particolarmente evidente nei sistemi caratterizzati da proprietà concentrata e mercati dei capitali meno diffusi (Ansari et al., 2014), ma resta significativa anche nelle economie in cui sono maggiormente sviluppate le grandi società a capitale disperso (Anderson e Reeb, 2003; Lee, 2006).

A livello internazionale emerge che il coinvolgimento delle famiglie nelle imprese è molto comune in America Latina, Africa e Medio Oriente, e in alcune parti dell'Europa occidentale e dell'Asia, pur con una notevole eterogeneità tra i vari Paesi. Ad esempio, sulla base dei dati riportati da La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1999) relativi alle 20 maggiori imprese per Paese, la presenza di un controllo familiare (quota almeno pari al 20%) risulta molto elevata in Argentina (65%) e a Hong Kong (70%), mentre è nettamente inferiore in Giappone (5%) (Bertrand & Schoar, 2006). Anche negli Stati Uniti, tipicamente associati al modello di *public company*, le famiglie non sono assenti dalle grandi società quotate: Anderson e Reeb (2003) documentano che la proprietà della famiglia fondatrice è presente in circa il 35% delle imprese dell'indice S&P 500 e rappresenta approssimativamente il 18% del capitale proprio complessivo (Anderson & Reeb, 2003).

Con riferimento all'Europa, un report redatto da un gruppo di esperti della Commissione Europea, sulla base dei criteri definitivi adottati, sottolinea che le imprese familiari rappresentano oltre il 60% di tutte le imprese europee e contribuiscono in misura rilevante a PIL e occupazione (Commissione Europea, 2009). Il medesimo report evidenzia inoltre che la maggior parte delle PMI – soprattutto micro e piccole imprese – rientra nella categoria delle imprese familiari e, simmetricamente, una larga parte delle imprese familiari è costituita da PMI (Commissione Europea, 2009).

Nel panorama italiano, evidenze particolarmente utili provengono dall'Osservatorio AUB, che, a partire dal 2015, ha esteso il monitoraggio a tutte le imprese con fatturato superiore a 20 milioni di euro. La popolazione osservata conta 15.880 aziende, che nel complesso generano 1.924 miliardi di euro di fatturato e impiegano circa 4,9 milioni di addetti.

ASSETTO PROPRIETARIO	PICCOLE *		MEDIO-GRANDI **		TOTALE	
	N	%	N	%	N	%
Familiari	6.149	70,5%	4.242	59,2%	10.391	65,4%
Filiali di Imprese Estere	1.181	13,5%	1.494	20,9%	2.675	16,8%
Coalizioni	450	5,2%	476	6,6%	926	5,8%
Cooperative e Consorzi	533	6,1%	382	5,3%	915	5,8%
Statali/Enti locali	255	2,9%	347	4,8%	602	3,8%
Controllate da Fondi di Inv./PE	91	1,0%	158	2,2%	249	1,6%
Controllate da Banche/Assicurazioni	47	0,5%	61	0,9%	108	0,7%
Controllate da Fondazioni	11	0,1%	1	0,0%	12	0,1%
Public companies	0	0,0%	2	0,0%	2	0,0%
Totale	8.717	100,0%	7.163	100,0%	15.880	100,0%

Figura 1.1 – Figura tratta da VIII Osservatorio AUB sulle Aziende Familiari Italiane

Tra queste, le aziende a controllo familiare¹ risultano 10.391, pari al 65,4% del campione e generano un fatturato complessivo di 804 miliardi di euro (41,8% sul totale) impiegando circa 2,3 milioni di dipendenti (46,9% sul totale), a conferma del peso

¹ Sono considerate familiari le società controllate da una o due famiglie almeno al 50% (se non quotate) e almeno al 25% (se quotate), o da una entità giuridica a sua volta riconducibile a una delle due situazioni sopra descritte. (Corbetta et al., 2016)

economico del capitalismo familiare anche tra le aziende strutturate. Un ulteriore elemento rilevante è che la diffusione delle imprese familiari tende a crescere al ridursi della dimensione aziendale: come riportato nella Figura 1.1, tra le imprese con fatturato superiore a 50 milioni (Medio-Grandi) l'incidenza delle aziende familiari è pari al 59,2%, mentre nella fascia 20–50 milioni (Piccole) sale al 70,5%. In linea con questa evidenza, guardando alla distribuzione interna delle sole imprese familiari, circa il 60% si colloca tra 20 e 50 milioni di fatturato, mentre solo il 7% supera i 250 milioni, a fronte di una maggiore presenza di imprese di grandi dimensioni tra le non familiari (Corbetta et al., 2016).

1.2 La creazione di valore per le imprese familiari

L'ampia diffusione e rilevanza delle imprese familiari nel panorama economico internazionale, ha posto tali organizzazioni al centro di numerosi studi empirici e teorici volti a chiarire le motivazioni per cui tali assetti proprietari emergano e quali implicazioni producano in termini di governance, performance e scelte strategiche. L'elemento distintivo è il forte legame esistente tra famiglia e impresa, che può tradursi in un'influenza diretta della famiglia sugli obiettivi, sui processi decisionali e sulla selezione dei vertici. Di conseguenza, risulta rilevante comprendere attraverso quali fattori la componente familiare possa incidere sulla creazione di valore e, al contempo, quali costi o inefficienze possano derivare dall'intreccio tra dimensione familiare e dimensione aziendale.

Bertrand e Schoar (2006) propongono una lettura che combina due piani interpretativi. Da un lato, un approccio *efficiency-based*, secondo cui la presenza della famiglia può costituire una risposta efficiente a specifiche condizioni istituzionali e di mercato. Dall'altro, una prospettiva culturale in cui il mantenimento del controllo familiare può riflettere preferenze e norme sociali che non necessariamente massimizzano il valore d'impresa. Gli autori richiamano evidenze comparate *cross-country* che mostrano, nei Paesi in cui i legami familiari assumono un ruolo socialmente più centrale, esiti economici meno favorevoli in media e strutture produttive più

orientate verso imprese di minore dimensione, con maggiore auto-impiego, minore ricorso alla quotazione e una quota più contenuta di valore di mercato aggregato riconducibile a controllo familiare (Bertrand & Schoar, 2006). Alla luce di questi risultati, gli autori individuano alcuni fattori determinanti per la creazione di valore che forniscono vantaggio competitivo all'impresa rispetto alle controparti non familiari, evidenziando benefici e rischi potenziali.

1.2.1 *GESTIONE A LUNGO TERMINE*

Un primo argomento frequentemente associato alle imprese familiari riguarda la capacità di adottare un orizzonte di lungo periodo nelle scelte gestionali e di investimento. Bertrand e Schoar (2006) sostengono l'idea che i legami tra generazioni possano fornire all'impresa una forma di *"patient capital"*, ovvero una propensione maggiore a massimizzare i rendimenti nel tempo e la disponibilità a sostenere investimenti con pay-off differito. Al contrario, nelle imprese maggiormente esposte a pressioni di breve periodo, tipiche in contesti di proprietà più diffusa o fortemente vincolati dalle aspettative del mercato, possono emergere incentivi a privilegiare risultati immediati rispetto a investimenti di lungo periodo. In questa lettura, la continuità familiare può contribuire ad allineare la strategia aziendale a obiettivi intertemporali, rafforzando stabilità e coerenza del progetto imprenditoriale (Bertrand & Schoar, 2006).

1.2.2 *FAMIGLIA COME SOSTITUTO DI GOVERNANCE ED ENFORCEMENT INCOMPLETI*

Un secondo fattore riguarda la funzione "sostitutiva" della famiglia nei contesti in cui il mercato e le istituzioni non garantiscono pienamente tutela contrattuale ed enforcement. In Paesi caratterizzati da strutture legali deboli e scarsa protezione degli investitori, i legami familiari possono costituire una soluzione di *"second best"*. La fiducia intrafamiliare riduce il rischio di comportamenti opportunistici e può sostituire, almeno in parte, meccanismi formali di controllo e contrattazione che risultano inefficaci o eccessivamente costosi. La scelta di mantenere il controllo e affidare ruoli chiave a membri della famiglia può rispondere all'esigenza di contenere i rischi di *moral hazard* in ambienti in cui gli strumenti legali e di mercato risultano meno affidabili. Tuttavia,

questo può generare un sistema inefficiente, utilizzato per sottrarre capitale e risorse agli azionisti di minoranza. Ne consegue che, la continuità familiare può contribuire ad allineare la strategia aziendale a obiettivi intertemporali, rafforzando stabilità e coerenza del progetto imprenditoriale (Bertrand & Schoar, 2006).

1.2.3 IL CAPITALE UMANO, TRASFERIMENTO DI CONOSCENZE E COORDINAMENTO INTERNO

Un ulteriore argomento a favore dell'impresa familiare riguarda il capitale umano e la possibilità di vantaggi informativi e di apprendimento. Bertrand e Schoar (2006) discutono l'idea secondo cui, in presenza di competenze manageriali condivise all'interno del nucleo familiare, il coinvolgimento dei parenti potrebbe offrire al fondatore accesso a un pool di talenti interno, favorendo la continuità del know-how aziendale e la trasmissione informale di informazioni strategiche. Il presupposto è che i discendenti diretti, interfacciandosi con l'impresa prima di farne formalmente parte, possono acquisire velocemente familiarità con processi, rete di relazioni e cultura organizzativa, con possibili benefici in termini di allineamento e coordinamento. Questi elementi possono tradursi in una riduzione dei costi di coordinamento e monitoraggio, attenuando alcune inefficienze tipiche di strutture più impersonali. Al tempo stesso, la presenza di un canale di selezione interno può generare costi rilevanti quando l'assegnazione dei ruoli apicali è guidata da vincoli familiari più che da criteri meritocratici, con conseguenze potenzialmente negative sulla qualità del management.

1.2.4 CONNESSIONI POLITICHE E ACCESSO PRIVILEGIATO A RISORSE

Un ulteriore fattore in grado di fornire benefici economici è rappresentato dai legami con il sistema politico, soprattutto in contesti caratterizzati da elevata discrezionalità pubblica e livelli significativi di corruzione. In tali economie, le connessioni politiche possono tradursi in un accesso preferenziale a risorse pubbliche come ad esempio credito agevolato, appalti pubblici o interventi normativi favorevoli, con effetti potenzialmente rilevanti sulla competitività dell'impresa (Bertrand & Schoar, 2006). Le imprese familiari possono risultare particolarmente avvantaggiate da questi trasferimenti anche in ragione dell'ampiezza delle reti di parentela che spesso collegano

sfera imprenditoriale e politica. Se i rapporti di fiducia intrafamiliare sono solidi, è possibile mantenere più facilmente relazioni politiche o instaurarne di nuove, fino a investire direttamente nella rappresentanza politica attraverso membri della famiglia (Bertrand & Schoar, 2006). Una parte dei vantaggi associati a tali relazioni potrebbe non riflettersi pienamente nei risultati contabili della società, pur incidendo sulla ricchezza privata e sulle scelte strategiche del gruppo di controllo (Bertrand & Schoar, 2006).

Tuttavia, questa dinamica può risultare socialmente inefficiente qualora le imprese politicamente connesse ottengano scarse performance, riducendo il dinamismo competitivo. In tal senso, Morck e Yeung (2004) evidenziano come grandi famiglie imprenditoriali possano contribuire a sostenere livelli elevati di corruzione politica; tali meccanismi possono favorire la sopravvivenza di imprese inefficienti e creare barriere implicite all'ingresso per nuove imprese più innovative ed efficienti (Bertrand & Schoar, 2006).

1.2.5 IL NEPOTISMO E L'EREDITÀ FAMILIARE

Accanto ai potenziali benefici, Bertrand e Schoar (2006) richiamano con forza i possibili costi che derivano dall'intreccio tra famiglia e impresa, soprattutto quando le decisioni di successione e di nomina dei vertici sono influenzate da logiche di nepotismo o da norme ereditarie. In contesti caratterizzati da una cultura che attribuisce particolare valore ai legami familiari, i fondatori possono percepire maggiori benefici nel coinvolgere parenti e discendenti nel business piuttosto che affidarsi a manager esterni selezionati sul mercato del lavoro, anche quando ciò comporta inefficienze operative o non rappresenta la soluzione ottimale in termini di performance. Tali preferenze possono riflettere la volontà di costruire un'eredità familiare forte allo scopo di garantire all'impresa continuità e controllo intergenerazionale.

In questa prospettiva, assumono rilievo anche le regole di successione che governano molte di queste imprese: esse possono variare dalla rigida primogenitura, in cui il figlio maggiore eredita tutto, a regole di condivisione eque tra tutti i figli del fondatore. Norme rigide possono generare costi diretti laddove il successore designato

non sia il più adatto; al contrario, regole di ripartizione paritaria possono aumentare la probabilità di conflitti intrafamiliari e difficoltà di cooperazione tra fratelli o rami familiari, incidendo sulla stabilità della governance e sulla capacità decisionale dell'impresa (Bertrand & Schoar, 2006).

Alla luce di queste considerazioni, ne consegue che l'impresa non può essere valutata in modo univoco: i suoi effetti dipendono dall'interazione tra caratteristiche interne e contesto esterno. La letteratura evidenzia come la natura familiare dell'impresa possa generare, al contempo, vantaggi e criticità. I legami di fiducia, l'orizzonte di lungo periodo e la concentrazione proprietaria possono ridurre alcuni costi di controllo e favorire coerenza strategica. Tuttavia, gli stessi elementi possono trasformarsi in fonti di rigidità e di potere discrezionale, soprattutto quando la famiglia di controllo tende a privilegiare obiettivi e benefici privati non pienamente allineati con l'interesse degli altri finanziatori e stakeholder. Questa ambivalenza diventa particolarmente rilevante quando l'impresa entra in una fase di sviluppo dimensionale e organizzativo. La crescita, infatti, richiede spesso l'accesso a risorse aggiuntive (capitale, competenze manageriali, relazioni) e spinge l'imprenditore ad "aprire" l'organizzazione oltre i confini familiari. È proprio in questa fase che i meccanismi informali basati su prossimità e controllo diretto tendono a non essere più sufficienti e che emergono con maggiore forza i problemi di coordinamento e di incentivo. Per tale ragione, il paragrafo seguente approfondisce il tema della crescita dell'impresa, evidenziando come l'evoluzione della struttura e l'ingresso di nuovi soggetti rendano centrali le tensioni tipiche della relazione tra proprietà e management.

1.3 *Evoluzione dell'impresa*

Nelle fasi iniziali, soprattutto nella prima generazione, l'impresa familiare si caratterizza per una sostanziale coincidenza tra proprietà e controllo, detenuti da un'unica famiglia o, talvolta, da un'unica figura: il socio fondatore. Quest'ultimo, oltre a essere l'azionista di riferimento, svolge spesso un ruolo diretto nella gestione operativa

e nel governo dell'impresa, con una struttura finanziaria prevalentemente basata su fonti interne, quali autofinanziamento e utili reinvestiti.

Con il consolidarsi dell'attività e l'aumento della complessità competitiva, l'impresa può trovarsi di fronte a importanti scelte di investimento (ad esempio in innovazione e capacità organizzative), che eccedono la capacità di finanziamento interno. In tali circostanze diventa necessario valutare l'accesso a fonti esterne, sia sotto forma di debito sia di capitale di rischio. Tuttavia, in presenza di progetti ambiziosi o "salti di crescita" ad alto fabbisogno finanziario, il ricorso al debito può risultare limitato. I finanziatori, attribuendo priorità alla probabilità di rimborso, tendono a ridurre l'offerta di capitale o ad aumentarne i tassi di interesse quando il rischio percepito è elevato, spingendo l'impresa verso l'alternativa del capitale di rischio. In questo scenario, la scelta di crescere modificando struttura finanziaria e proprietaria può essere letta come un trade-off: l'imprenditore-manager accetta l'aumento di costi e vincoli associati alla raccolta di capitale esterno quando si attende che i benefici complessivi del progetto, sia monetari che non monetari, superino tali costi.

È in questo passaggio che l'apertura a nuovi soci assume rilievo in termini sia finanziari che di governance: l'ingresso di capitale azionario esterno consente di sostenere investimenti altrimenti difficilmente realizzabili, ma introduce un potenziale disallineamento tra chi apporta risorse e chi esercita il controllo decisionale. Quando nuovi investitori conferiscono capitale e delegano al fondatore la conduzione dell'impresa, emergono le condizioni tipiche dei problemi di agenzia, con la conseguente necessità di strumenti di controllo e incentivazione.

1.3.1 LA TEORIA DELL'AGENZIA

Una prima cornice interpretativa utile a inquadrare l'insorgenza dei problemi di agenzia consiste nel considerare l'impresa come un insieme di relazioni contrattuali (*nexus of contracts*) tra soggetti portatori di interessi e diritti differenti (Jensen & Meckling, 1976). L'organizzazione, in tale impostazione, non è tanto un'entità "unitaria", quanto una struttura giuridico-economica che coordina una pluralità di scambi e

obbligazioni. Poiché i contratti sono inevitabilmente incompleti e non possono prevedere in modo contingente ogni possibile circostanza, una parte delle decisioni rimane affidata a margini di discrezionalità.

Tale contesto costituisce la premessa teorica della teoria dell'agenzia, sviluppata a partire dalle riflessioni sulla separazione tra proprietà e controllo nelle grandi corporation da Berle e Means (1932) e formalizzata in modo sistematico da Jensen e Meckling (1976). Gli autori definiscono la relazione di agenzia come un rapporto contrattuale nel quale *“una o più persone (il/i principale/i) incaricano un'altra (l'agente) di eseguire un servizio per loro conto che implica la delega di una certa autorità decisionale all'agente”* (Jensen e Meckling, 1976). La delega del potere decisionale a un management professionale può risultare efficiente perché consente di sfruttare competenze specialistiche; tuttavia, introduce delle criticità strutturali dovute alle asimmetrie informative tra le parti, poiché chi decide non coincide con chi sopporta integralmente le conseguenze economiche delle decisioni (Fama & Jensen, 1983).

In termini generali, i problemi di agenzia *“sorgono ogni volta che il benessere di una parte, chiamata principale, dipende dalle azioni intraprese da un'altra parte, chiamata agente”* (Armour, Hansmann & Kraakman (2017), citato in Aliberti, 2023). Nel contesto societario, il principale (proprietario e azionisti) osserva in modo relativamente immediato risultati e performance, ma incontra difficoltà a verificare pienamente lo sforzo, la qualità delle decisioni, i rischi assunti e l'eventuale estrazione di benefici privati legati alla gestione. Inoltre, i risultati dipendono non solo dalle scelte del management, ma anche da fattori esogeni e aleatori; per tale ragione il controllo dell'operato manageriale è strutturalmente imperfetto (*imperfect monitoring*) e rende complicato definire contratti completi e meccanismi incentivanti che garantiscano un allineamento perfetto tra interessi di proprietà e management.

La letteratura distingue in particolare due manifestazioni delle asimmetrie informative:

- **Selezione avversa:** si tratta di un problema di informazione nascosta (*hidden information*) che si verifica ex-ante. Al momento della stipula del contratto, il

principale ha meno informazioni rispetto all'agente e le funzioni di costo e di utilità di quest'ultimo non sono osservabili. Ciò rende più complessa la progettazione di un contratto efficiente e può condurre a esiti di selezione o allocazione inefficiente.

- **Azzardo morale:** consiste in un'azione nascosta (*hidden action*) che si verifica ex-post. Il principale e l'agente hanno uguali informazioni al momento del contratto. Dopo l'avvio della relazione, il principale non è in grado di osservare quanto sforzo ha esercitato l'agente durante lo svolgimento del suo compito. L'agente può quindi adottare comportamenti opportunistici (ad esempio riduzione dell'impegno o consumo di benefici privati), in quanto il contratto non può specificare tutte le azioni che lui deve compiere.

La letteratura evidenzia che l'intensità e la forma dei conflitti di agenzia dipendono anche dall'assetto proprietario. Al crescere della separazione tra proprietà e controllo (tipica delle *public companies* ad azionariato diffuso), aumentano per gli azionisti i problemi di coordinamento e si riducono gli incentivi al monitoraggio, con un conseguente aumento della discrezionalità manageriale (Shleifer & Vishny, 1997; La Porta et al., 1999). Inoltre, la natura del conflitto varia a seconda che i manager siano o meno anche soci: una partecipazione azionaria significativa seppur tende ad aumentare l'allineamento agli esiti economici dell'impresa, non esaurisce i problemi di governance poiché possono emergere conflitti diversi, ad esempio verso soci esterni o creditori, e incentivi a perseguire obiettivi non condivisi.

In questa prospettiva si comprende la specificità delle imprese familiari. La frequente sovrapposizione tra proprietà e gestione attenua la centralità del conflitto azionisti-manager (*principal-agent, Type I*), ma rende relativamente più rilevante il conflitto tra azionista di controllo (insider) e azionisti di minoranza (outsider), tipico delle strutture proprietarie concentrate (*principal-principal, Type II*). Poiché il controllante dispone del potere di indirizzare le decisioni e, in alcuni casi, di influenzare l'allocazione di risorse e opportunità, può emergere il rischio di estrazione di benefici privati del

controllo e di scelte non pienamente allineate con l'interesse delle minoranze (Shleifer & Vishny, 1997; La Porta et al., 1999).

1.3.2 BENEFICI MONETARI E NON MONETARI DEL CONTROLLO

Prima della scelta di aprire il capitale, l'imprenditore, indicato con E , si trova in una situazione in cui è neutrale al rischio e ha un progetto di crescita per la società; la sua utilità dipende da un mix di benefici monetari (BM), legati al reddito residuo dell'impresa (profitti e dividendi), e di benefici non monetari (BNM). Questi ultimi possono essere ricondotti ai *private benefits of control*, ossia ai vantaggi che il soggetto controllante può trarre dalla propria posizione di controllo e che possono generare un conflitto tra azionista di maggioranza e soci di minoranza. Aguilera e Crespi-Cladera (2012) sottolineano che questi benefici possono assumere natura sia pecuniaria, attraverso l'estrazione di rendite a scapito di altri stakeholder, sia non pecuniaria, riconducibile a utilità "di controllo" come prestigio, influenza, continuità e identità. Pertanto, si distingue tra *BNM estrattivi*, che implicano l'uso discrezionale di risorse aziendali con effetti negativi su profitti e valore, e *BNM di controllo*, che possono generare utilità anche senza tradursi necessariamente in un'immediata riduzione dei risultati economici.

Quando E detiene il 100% dell'equity, i costi economici associati ai BNM ricadono integralmente su di lui: l'impiego di risorse aziendali per finalità private riduce in rapporto uno a uno il reddito residuo di cui è titolare. La scelta ottima del mix tra benefici monetari (BM) e benefici non monetari (BNM) è determinata dalla condizione di equilibrio per cui l'utilità aggiuntiva ottenuta da un ulteriore euro impiegato in BNM eguaglia l'utilità marginale alternativa di un euro destinato ad attività produttive, che incrementa il profitto dell'impresa e quindi i dividendi percepiti da E .

Quando, invece, l'impresa si apre a investitori esterni e il fondatore vende una quota α , la sua partecipazione al reddito residuo (BM) si riduce da 1 al valore $(1-\alpha)$. Pur rimanendo alla guida dell'impresa e continuando a massimizzare la propria utilità complessiva ($BM+BNM$), l'imprenditore E si trova ad affrontare una struttura di incentivi

diversa: il “costo privato” dei *BNM* diminuisce, poiché una parte della riduzione dei profitti generata dal consumo di benefici non monetari viene di fatto sostenuta anche dagli altri azionisti. Ne consegue un maggiore incentivo a destinare risorse aziendali a benefici non monetari privati, a scapito di investimenti produttivi che accrescerebbero il valore complessivo e i benefici monetari condivisi da tutti gli azionisti. Tale riallocazione determina minori profitti residuali, una riduzione del valore dell’impresa e un’inefficienza ex post comunemente indicata in letteratura come *consumption on the job*.

Nel caso delle imprese familiari, tuttavia, la componente non monetaria associata al controllo può essere interpretata anche come “*amenity potential*”, cioè benefici privati non pecuniari che non necessariamente si traducono in una riduzione dei profitti. In altri termini, Aguilera e Crespi-Cladera (2012) evidenziano che l’interpretazione puramente estrattiva dei benefici privati è discutibile: in alcune circostanze, scelte che massimizzano l’utilità della famiglia controllante possono risultare compatibili con l’interesse dei soci di minoranza. La portata di tali benefici dipende inoltre dal contesto istituzionale, poiché in ambienti con tutele più deboli l’appropriazione di rendite tende a manifestarsi con maggiore intensità. (Aguilera & Crespi-Cladera, 2012)

A seguito dell’apertura ai capitali esterni, l’originario proprietario-gestore tende a trasformarsi in un imprenditore-manager: continua a detenere una quota rilevante del capitale e a gestire l’impresa, ma non è più l’unico percettore del reddito residuo. Ne deriva una relazione nella quale gli azionisti esterni assumono il ruolo di principali, mentre l’imprenditore-manager agisce come agente rispetto a essi; al contempo, egli resta anche “principale” per la quota di capitale che mantiene.

L’implicazione è duplice: da un lato, può emergere il problema dell’azzardo morale (minore sforzo e maggiore consumo di benefici privati); dall’altro, la nuova struttura degli incentivi può influenzare anche le decisioni ex ante, orientando la scelta dei progetti verso alternative meno ambiziose o con profili di rischio che non soddisfano tutti i finanziatori. Prevedendo tali rischi, gli investitori possono richiedere condizioni più favorevoli per finanziare l’impresa, come uno sconto sul prezzo delle quote sottoscritte

(*underpricing*). Questo meccanismo, oltre ad aumentare il costo del capitale proprio, rischia di indurre l'imprenditore a realizzare investimenti inferiori a quelli efficienti (investimento "subottimale").

1.3.3 COSTI DI AGENZIA: MONITORING, BONDING E PERDITA RESIDUA

Nel quadro di Jensen e Meckling (1976), i costi di agenzia rappresentano i costi economici associati alla necessità di contenere le frizioni tra principale e agente. La scomposizione classica distingue (Jensen & Meckling, 1976):

- **costi di monitoring** sostenuti dal principale per controllare l'agente. Analizzando nel dettaglio, il monitoring include attività informative e di controllo che aumentano la verificabilità dell'azione manageriale (reporting, disclosure, sistemi di controllo interno). Tali attività sono costose, ma riducono l'asimmetria informativa e possono contenere lo sconto richiesto dagli investitori. Nelle società quotate una quota rilevante dell'informativa viene organizzata e resa accessibile attraverso strumenti e canali dedicati (in particolare, la documentazione resa disponibile nelle sezioni *Investor Relations*), che consentono di ricostruire risultati, scelte e iniziative riconducibili alla dirigenza. Tale disclosure è costosa da produrre e mantenere, ma risponde a un trade-off tipico: l'accesso a capitali esterni richiede una trasparenza informativa adeguata, senza la quale l'impresa fatica ad attrarre investitori e a sostenerne la fiducia nel tempo;
- **costi di bonding** sostenuti dall'agente per rendere credibili i propri impegni e limitare l'opportunismo. Questo riguarda gli impegni e i vincoli che l'agente accetta per segnalare credibilmente l'allineamento, come schemi di remunerazione più sensibili alla performance oppure il mantenimento di una quota significativa di partecipazione, così da aumentare l'esposizione personale ai risultati e ridurre i timori di opportunismo;
- una **perdita residua**, ossia l'inefficienza che permane anche dopo monitoring e bonding. Infatti, parte del conflitto di interessi non è eliminabile e resta incorporata nel valore d'impresa e nel costo della raccolta di capitale esterno.

L'apertura del capitale può essere letta come un equilibrio costi–benefici: l'imprenditore-manager accetta *underpricing*, costi di monitoring e una perdita residua quando si attende che i benefici complessivi associati al progetto risultino superiori ai costi generati dal nuovo assetto finanziario e proprietario. In questa prospettiva, la scelta di "aprire" l'impresa non implica solo il reperimento di risorse, ma anche l'accettazione di vincoli informativi e contrattuali necessari per rendere sostenibile l'ingresso di nuovi finanziatori.

1.3.4 IMPRENDITORE-MANAGER E DIRITTI DI VOTO: CONTROLLO FORMALE E CONTROLLO SOSTANZIALE

Accanto ai meccanismi contrattuali e di controllo volti a mitigare i costi di agenzia, un profilo cruciale riguarda la distribuzione dei diritti di controllo associati al capitale raccolto. Nel caso più semplice, vale la regola *one share–one vote*, per cui diritti ai flussi di cassa e diritti di controllo risultano proporzionali: chi intende acquisire il controllo deve sostenere un investimento coerente con la quota detenuta.

Nella realtà, tuttavia, specie nei contesti a proprietà concentrata e nelle imprese familiari, è frequente l'adozione di meccanismi che consentono di separare diritti di voto e diritti ai flussi di cassa al fine di salvaguardare il controllo pur ampliando la base proprietaria. Tra gli strumenti più ricorrenti rientrano:

- le **azioni a voto differenziato** (*dual-class shares*), che attribuiscono diritti di voto non proporzionali rispetto al capitale investito;
- le **strutture piramidali**, nelle quali una società posta al vertice controlla, tramite partecipazioni "a cascata", un perimetro di società più ampio rispetto al capitale effettivamente investito dall'azionista di controllo.

In tale contesto, assumono rilievo anche strumenti contrattuali quali i patti parasociali (ad esempio sindacati di voto e sindacati di blocco), che coordinano l'esercizio dei diritti di voto e/o limitano la trasferibilità delle partecipazioni, incidendo sulla stabilità del controllo e sulla contendibilità della governance.

Questi assetti determinano una “forbice” (*wedge*) tra controllo e proprietà: l’azionista di controllo può esercitare un potere decisionale superiore ai propri diritti ai flussi di cassa. Ciò inasprisce il conflitto con i soci di minoranza, poiché aumenta la possibilità di perseguire benefici privati del controllo e di prendere decisioni non in linea con l’interesse degli investitori esterni. Ne consegue che, a parità di opportunità di investimento, sia la disponibilità che le condizioni economiche richieste dagli outsider per conferire capitale, quali prezzo di sottoscrizione e premio per il rischio, dipendono anche dal grado di tutela delle minoranze e dalla capacità effettiva di limitare l’espropriazione.

Nel complesso, la struttura dei diritti di voto incide sulla contendibilità del controllo e sulla forza della disciplina esercitabile dagli outsider. Per le imprese familiari ciò è particolarmente rilevante: strumenti che preservano il controllo possono attenuare la pressione disciplinante del mercato e rendere meno contendibili le posizioni di vertice, influenzando anche le dinamiche di selezione e ricambio del management. Le modalità attraverso cui tali assetti si riflettono sui meccanismi esterni di corporate governance – in particolare sul funzionamento del market for corporate control e sulla tutela delle minoranze – saranno approfondite nei paragrafi successivi.

1.4 Corporate governance

Con il passaggio da una forma di impresa chiusa a una forma aperta, si assiste a una evoluzione della struttura proprietaria e dei meccanismi di controllo. Nelle imprese familiari, l’apertura a capitale esterno e/o l’ingresso di manager non familiari può rendere meno immediata la coincidenza tra chi finanzia e chi decide, facendo emergere frizioni legate ad asimmetrie informative e disallineamento degli incentivi (Jensen & Meckling, 1976; Shleifer & Vishny, 1997).

I conflitti interni che ne conseguono evidenziano l’esigenza di individuare meccanismi in grado di disciplinare il processo decisionale e di limitare l’opportunismo, orientando le scelte aziendali verso l’interesse dei conferenti di capitale e, più in generale, degli stakeholder rilevanti. È in questo contesto che si colloca il tema della

corporate governance, intesa come *“l’insieme di strumenti, regole e meccanismi preordinati alla migliore realizzazione del processo decisionale di un’impresa nell’interesse delle diverse categorie di soggetti che sono interessati alla vita societaria”* (Borsa Italiana, s.d.).

Nella prospettiva di un’impresa familiare in crescita, la governance assolve quindi una duplice funzione (Shleifer & Vishny, 1997):

- favorire l’accesso a risorse esterne e la credibilità verso investitori e finanziatori;
- mitigare i conflitti che possono sorgere sia tra proprietà e management (schema *principal-agent*) sia, in presenza di proprietà concentrata, tra azionista di controllo e soci di minoranza (schema *principal-principal*).

1.4.1 ORIGINI E DEFINIZIONI DELLA CORPORATE GOVERNANCE

Da un punto di vista storico, le radici della corporate governance si possono rintracciare già nelle grandi compagnie commerciali del Seicento. Il dibattito moderno, tuttavia, prende forma con Adam Smith, che nel 1776 richiama l’attenzione sul potenziale conflitto tra proprietari e amministratori nelle società per azioni. Un passaggio decisivo si ha poi nell’Ottocento, con l’affermazione delle società di capitali a responsabilità limitata, che consente l’ingresso di investitori esterni e contribuisce ad accentuare la separazione tra proprietà e gestione. Successivamente, il dibattito si amplia con la diffusione delle *public companies* e con lo studio di Berle e Means (1932), che documentano la forte dispersione dell’azionariato e il conseguente ampliarsi del potere discrezionale del management. Negli anni Sessanta, le teorie manageriali dell’impresa (Marris, 1964) e il filone sul market for corporate control (Manne, 1965) approfondiscono ulteriormente il legame tra assetti di governance, efficienza gestionale e tutela degli azionisti.

La letteratura più recente ha proposto diverse definizioni di corporate governance. Zingales (1997) la descrive come *“l’insieme complesso di vincoli che modellano la negoziazione ex post delle quasi-rendite generate da un’impresa”*,

enfaticamente il problema della distribuzione del valore creato. Shleifer e Vishny (1997) la definiscono invece come “*il modo in cui i fornitori di capitale all’impresa si assicurano per garantirsi un ritorno sull’investimento*”, mettendo al centro la tutela degli investitori e il controllo sull’uso delle risorse conferite.

Una sintesi utile è offerta dai *Principi di Corporate Governance* del G20/OCSE secondo cui, un buon assetto di governance chiarisce diritti e responsabilità tra organi societari, azionisti e altri stakeholder, favorendo trasparenza, accountability e il corretto funzionamento dei mercati dei capitali (OECD, 2023). In questa prospettiva, la governance non si esaurisce nel controllo del management, ma definisce un insieme di regole che riducono l’incertezza per chi apporta risorse e disciplinano il processo decisionale.

Nel caso delle imprese familiari e, più in generale, delle strutture proprietarie concentrate, la funzione della corporate governance mira a contenere il conflitto tra azionista di controllo e azionisti di minoranza (*principal–principal*), limitando il rischio di estrazione di benefici privati e rafforzando la tutela degli investitori. A tale scopo, la corporate governance si articola in meccanismi che, in base alla loro origine, possono essere distinti in esterni ed interni all’impresa.

1.5 Meccanismi esterni

I meccanismi esterni di corporate governance sono strumenti che operano al di fuori dei confini organizzativi e che, attraverso pressioni e valutazioni provenienti dall’ambiente competitivo, finanziario e istituzionale, contribuiscono a disciplinare il vertice decisionale e a ridurre lo spazio per comportamenti opportunistici. Nelle imprese familiari tali meccanismi possono risultare meno incisivi quando la proprietà è concentrata e il controllo è stabile; tuttavia, restano rilevanti per le imprese quotate o che ricorrono in modo significativo a capitale e debito esterni, perché incidono sul costo delle risorse finanziarie e sulla possibilità di raccogliercle nel tempo (La Porta et al., 1997; Shleifer & Vishny, 1997). Nel seguito si analizzeranno i quattro canali principali.

1.5.1 MARKET FOR CORPORATE CONTROL: SCALATA OSTILE E GUERRA ALLE DELEGHE

Tra i meccanismi esterni di corporate governance un ruolo centrale è svolto dal cosiddetto *market for corporate control*, ossia il mercato attraverso il quale i diritti residuali di controllo possono essere trasferiti a nuovi proprietari.

In questo contesto, la scalata ostile (*takeover*) è il processo attraverso il quale un soggetto esterno acquisisce – prevalentemente attraverso acquisti di azioni sul mercato o tramite un’offerta pubblica di acquisto (OPA) non concordata con il management – una partecipazione tale da consentirgli di esercitare il controllo sull’impresa. In linea teorica, la minaccia di un cambio di controllo può esercitare disciplina sul vertice aziendale: scelte inefficienti e performance deludenti possono ridurre il valore dell’impresa e, quindi, attrarre potenziali acquirenti che intendano ristrutturare la società e sostituirci i vertici.

L’efficacia di tale processo dipende dal grado di contendibilità del controllo, che a sua volta è funzione dell’assetto proprietario e della struttura dei diritti di voto. Nei sistemi caratterizzati da proprietà concentrata, la presenza di un azionista di riferimento riduce la probabilità di scalate ostili e può indebolire la funzione disciplinante del mercato del controllo (Shleifer & Vishny, 1997). In presenza di azioni a voto plurimo (*dual-class shares*), strutture a più classi di azioni, patti che concentrano i diritti di voto o di una forte partecipazione azionaria del management (*insider ownership*), la contendibilità del controllo può ulteriormente ridursi. Il rischio per chi compie la scalata è quello di acquisire una quota di capitale rilevante senza però ottenere una corrispondente influenza in assemblea. La conseguenza è una minore contendibilità del controllo e, potenzialmente, un maggior rischio percepito di espropriazione dei soci esterni, con riflessi su valutazione e costo del capitale (Shleifer & Vishny, 1997).

Tuttavia, la scalata azionaria è un processo costoso e per questo può essere affiancata o sostituita dalla cosiddetta “guerra delle deleghe” (*proxy fight*), in cui il soggetto interessato al controllo non acquista necessariamente la maggioranza del capitale, ma punta a ottenere deleghe di voto da parte di una quota significativa di piccoli

azionisti (talvolta anche istituzionali), al fine di ottenere la maggioranza in assemblea e influire sulla composizione degli organi sociali. Questa strategia, oltre a essere più economica rispetto alla scalata, risulta particolarmente conveniente per azionisti già in possesso di una partecipazione rilevante che mirano a rafforzare la propria posizione senza ricorrere a un'OPA totalitaria. Nelle imprese familiari con partecipazioni stabili, tende invece a essere meno incisiva, salvo casi di controllo contendibile o coalizioni proprietarie instabili.

Infine, il funzionamento del *market for corporate control* dipende anche dal quadro normativo e istituzionale del paese: disciplina delle OPA, norme sulla tutela delle minoranze, limiti alle partecipazioni incrociate e alle strutture piramidali possono facilitare oppure ostacolare l'effettiva contendibilità del controllo. Tali profili verranno approfonditi nel paragrafo 1.5.4.

Nel complesso, per molte imprese familiari – specie non quotate – la disciplina esterna mediante la contendibilità del controllo è meno rilevante rispetto ad altri canali (competizione nei mercati di prodotto, relazioni con finanziatori, reputazione e vincoli contrattuali). Nelle imprese familiari quotate, invece, la sfida è quella di bilanciare la preservazione del controllo con il mostrarsi credibili verso il mercato. L'adozione di assetti che stabilizzano il controllante deve essere accompagnata da garanzie di trasparenza e tutela delle minoranze coerenti con la raccolta di capitale esterno e con la riduzione del conflitto *principal–principal*.

1.5.2 *PRESSIONE COMPETITIVA SUL MERCATO DEI BENI*

Un ulteriore meccanismo esterno di disciplina manageriale è rappresentato dalla pressione competitiva sul mercato dei beni. In presenza di concorrenza intensa, la sopravvivenza stessa dell'azienda dipende dalla capacità del vertice di utilizzare efficacemente le risorse disponibili, evitando sprechi e impieghi poco produttivi, e di sostenere investimenti in innovazione e capacità organizzative.

La competizione sul mercato dei beni limita anche lo spazio per comportamenti opportunistici del management, poiché si comprimono i margini e i free cash flow. Di conseguenza, le imprese sono spesso costrette a reinvestire una quota significativa dei flussi generati per preservare la propria posizione competitiva, soprattutto nei settori maggiormente esposti alla concorrenza internazionale. Al contrario, nei comparti protetti dalla concorrenza estera o con elevate barriere all'entrata, risulta più probabile l'emergere di inefficienze gestionali e di assetti di governance meno orientati alla creazione di valore.

Per le imprese familiari, la pressione competitiva può costituire un driver di professionalizzazione: l'aumento della complessità e la necessità di sostenere investimenti in innovazione e capacità organizzative rendono spesso indispensabile rafforzare sistemi di pianificazione, controllo e rendicontazione, soprattutto quando l'impresa si apre a capitali esterni.

1.5.3 COMPETIZIONE SUL MERCATO DEI MANAGER

Tra i meccanismi esterni di corporate governance, un ruolo importante è rappresentato dalla competizione sul mercato del lavoro dei manager. In questo ambito la leva principale non è la pressione sui margini, bensì la contendibilità del posto: risultati insoddisfacenti possono tradursi nella perdita dell'incarico e, più in generale, in una perdita di reputazione con conseguenze sulla carriera e sui guadagni futuri.

Affinché tale meccanismo funzioni, è necessario che il mercato del lavoro manageriale sia effettivamente competitivo, ossia caratterizzato da mobilità tra imprese e settori e da barriere alla sostituzione non eccessive, siano esse territoriali, culturali o istituzionali. Il mercato dei manager risulta ben funzionante e la minaccia di sostituzione è più credibile in contesti in cui la disponibilità a cambiare città, Paese o settore è elevata, mentre tende a indebolirsi in mercati manageriali chiusi o con bassa mobilità geografica e professionale.

Tale competizione è inoltre strettamente collegata al tema della struttura della remunerazione. Un mercato dinamico consente di associare in modo più stretto la retribuzione alla capacità effettiva del manager, misurata attraverso le performance dell'impresa. L'idea alla base dei sistemi di *pay for performance* è proprio quella di legare una quota significativa della remunerazione variabile ai risultati conseguiti, in modo da selezionare, incentivare e trattenere i dirigenti più performanti. Nelle configurazioni più diffuse, la retribuzione si compone di una componente fissa e di una componente variabile, legata a indicatori di performance economico-finanziaria e di creazione di valore per gli azionisti.

Secondo questa impostazione, i benefici del mercato del lavoro manageriale sono molteplici. In primo luogo, un'impresa ha sempre la possibilità, almeno in linea teorica, di assumere un nuovo manager, per cui chi occupa una posizione di vertice è consapevole che, per non essere sostituito, deve garantire risultati almeno in linea con le attese. In secondo luogo, all'interno del top management può instaurarsi una forma di monitoraggio reciproco: le performance dei colleghi influenzano sia gli esiti complessivi dell'impresa sia, in taluni casi, la struttura retributiva dell'intero team, inducendo gli stessi manager a sollecitarsi a vicenda verso livelli più elevati di impegno ed efficienza.

In terzo luogo, performance negative ripetute possono ridurre il valore del dirigente sul mercato del lavoro, con effetti sfavorevoli sulle retribuzioni future e sulle opportunità di carriera. Per un manager orientato alla propria crescita professionale nel lungo periodo, tali effetti possono costituire un deterrente più forte dei benefici di breve periodo derivanti da comportamenti opportunistici, favorendo un maggiore allineamento agli interessi degli azionisti. In tal senso, la reputazione rappresenta un asset immateriale personale che accompagna il dirigente nel passaggio da un'impresa all'altra. Tuttavia, va segnalato che la forza di questo meccanismo tende a ridursi nelle fasi finali della carriera: man mano che si restringe l'orizzonte temporale delle opportunità professionali, l'effetto disciplinante della reputazione e delle prospettive di remunerazione futura può diventare meno incisivo.

Nelle imprese familiari, questo canale può risultare meno efficace quando le posizioni apicali sono meno contendibili o quando la famiglia privilegia obiettivi non esclusivamente economici nella selezione e nella permanenza del vertice. Ciò non elimina la disciplina del mercato manageriale, ma ne modifica l'intensità, soprattutto quando il CEO è un membro della famiglia o quando la governance attribuisce alla famiglia un ruolo dominante nelle decisioni di nomina e revoca.

Il meccanismo torna invece più incisivo quando l'impresa impiega manager non familiari o quando la crescita richiede competenze specialistiche reperibili sul mercato: in tali casi, la credibilità della governance e la chiarezza dei sistemi di valutazione e incentivazione incidono sulla capacità di attrarre e trattenere talenti manageriali.

1.5.4 CONTESTO LEGISLATIVO E ISTITUZIONALE

Accanto ai meccanismi di mercato, un ruolo decisivo nella disciplina del comportamento manageriale è svolto dal contesto legislativo e istituzionale in cui l'impresa opera. Tale contesto comprende non solo il quadro normativo in senso stretto, ma anche la qualità delle istituzioni con cui l'impresa si confronta quotidianamente: sistema giudiziario, diritto societario e commerciale, autorità di vigilanza, codici di autodisciplina e associazioni professionali.

Un primo elemento centrale è rappresentato dall'efficacia e rapidità del sistema giudiziario. Le imprese coinvolte in controversie con clienti, fornitori o altri stakeholder hanno la necessità di risolvere i contenziosi in tempi ragionevoli, per evitare che l'incertezza o il blocco di rapporti contrattuali e operazioni rilevanti compromettano la continuità aziendale. Evidenze empiriche mostrano una correlazione positiva tra funzionamento della giustizia civile, riduzione dei costi legati al contenzioso e sviluppo dell'attività d'impresa (La Porta et al., 1997). Al contrario, sistemi giudiziari lenti e poco efficaci possono costituire un freno allo sviluppo, aumentando l'incertezza e i costi legati all'enforcement dei diritti di proprietà e dei contratti.

Oltre alla qualità del sistema giudiziario, assume rilievo il diritto d'impresa (o diritto commerciale), ossia l'insieme di norme che regolano la costituzione, il funzionamento e lo scioglimento delle società, nonché la tutela degli investitori. In tale prospettiva, la letteratura *Law and Finance* evidenzia come differenze sistematiche negli ordinamenti si riflettano sullo sviluppo dei mercati finanziari e sugli assetti di corporate governance. In particolare, La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer e Vishny (1997), analizzando un campione di 49 Paesi, mostrano che il grado di protezione legale degli investitori esterni (azionisti e creditori) e la qualità dell'enforcement costituiscono determinanti cruciali della capacità delle imprese di raccogliere capitale esterno e, più in generale, del livello di sviluppo finanziario.

Un ulteriore aspetto riguarda il sistema legale in cui l'impresa si muove. Nel mondo occidentale si distinguono due grandi modelli: il *civil law*, nato dal diritto romano e diffuso nella maggior parte dei Paesi europei, e il *common law*, di origine britannica e applicato nei Paesi anglosassoni. Il *civil law* si fonda su principi codificati in testi normativi che costituiscono la fonte primaria del diritto; il *common law*, invece, attribuisce un ruolo centrale ai precedenti giurisprudenziali, conferendo particolare rilievo alle decisioni assunte in casi analoghi.

In sintesi, lo studio evidenzia che:

- i Paesi di *common law* tendono a offrire una tutela più forte ai diritti degli azionisti (in particolare di minoranza) e dei creditori;
- i Paesi con maggiore protezione legale degli investitori presentano mercati azionari e obbligazionari più sviluppati, con maggiore capitalizzazione rispetto al PIL, numero più elevato di società quotate e di IPO e maggior utilizzo del debito privato;
- la dispersione dell'azionariato e la separazione tra proprietà e controllo sono più frequenti nei contesti in cui gli investitori sono ben protetti, mentre sistemi con tutela debole tendono a presentare maggiore concentrazione proprietaria e una più forte dipendenza dal credito bancario.

L'intuizione di fondo è che, quando il quadro legale protegge efficacemente gli investitori dal rischio di espropriazione da parte degli insider, questi sono più disposti a fornire capitale di rischio e di debito, accettando condizioni meno onerose. Nei sistemi con bassa protezione legale, al contrario, gli insider possono estrarre benefici privati più facilmente; gli investitori richiedono premi più elevati o evitano di esporsi, i mercati dei capitali restano piccoli e poco profondi e la disciplina esterna sulla gestione risulta strutturalmente più debole (La Porta et al., 1997).

All'interno di questa cornice di *hard law*, un sotto-caso particolarmente rilevante riguarda la disciplina delle OPA e, più in generale, le regole che incidono sulla contendibilità del controllo e sulla tutela delle minoranze nei passaggi di proprietà. In ambito europeo, ad esempio, la *Direttiva 2004/25/CE* mira a bilanciare l'efficienza del mercato del controllo con la protezione degli azionisti di minoranza (Direttiva 2004/25/CE).

La cosiddetta *passivity rule* (o *post-bid defence*) limita le azioni difensive che gli organi della società target possono attuare dopo il lancio di OPA: una volta ricevuta l'offerta, il consiglio di amministrazione non può adottare misure che abbiano l'effetto di ostacolare la scalata o alterare significativamente gli equilibri di potere senza una specifica autorizzazione da parte dell'assemblea. L'obiettivo è evitare che il management utilizzi strumenti difensivi principalmente per preservare la propria posizione, comprimendo la possibilità per gli azionisti di valutare liberamente l'offerta. (Direttiva 2004/25/CE, art. 9)

La *break-through rule* (o *pre-bid defence*) prevede, invece, che, in presenza di un'OPA, alcune clausole statutarie o patti parasociali che limitano la trasferibilità delle azioni, la circolazione dei diritti di voto o l'esercizio del controllo diventino temporaneamente inapplicabili, al fine di impedire che regole predisposte "in tempi normali" rendano eccessivamente onerosa o di fatto impraticabile un'operazione di acquisizione. (Direttiva 2004/25/CE, art. 11).

La disciplina contempla anche clausole di reciprocità tra Stati membri: quando i sistemi nazionali prevedono livelli differenti di protezione o di libertà difensiva per le società, la disciplina consente, in alcuni casi, di modulare l'applicazione di tali regole in funzione del regime cui è soggetto l'offerente, con l'obiettivo di evitare asimmetrie eccessive nelle condizioni di contendibilità del controllo (Direttiva 2004/25/CE, art. 12).

Nel panorama italiano, la protezione degli azionisti e dei creditori ha conosciuto un importante rafforzamento con gli interventi normativi di fine anni Novanta. In particolare, la riforma dei mercati finanziari del 1998, nota come "*legge Draghi*" (d.lgs. 58/1998, Testo Unico della Finanza), ha inciso sia sul funzionamento delle offerte pubbliche di acquisto (OPA) sia sugli assetti di corporate governance. Da un lato, è stato introdotto il principio dell'OPA obbligatoria: il soggetto che supera determinate soglie di partecipazione al capitale di una società quotata è tenuto a lanciare un'offerta pubblica rivolta a tutti gli azionisti, a un prezzo non inferiore a quello pagato per acquisire le partecipazioni di controllo. In questo modo si intende evitare trasferimenti che avvantaggino esclusivamente il venditore di maggioranza, garantendo invece un trattamento più equo per gli azionisti di minoranza, che hanno la possibilità di uscire alle stesse condizioni economiche del pacchetto di controllo. Dall'altro lato, la legge ha rafforzato il ruolo delle autorità di vigilanza (in particolare CONSOB) e ha introdotto requisiti più stringenti in materia di trasparenza informativa, partecipazioni rilevanti, patti parasociali e *internal dealing*, con l'obiettivo di ridurre le asimmetrie informative tra insider e investitori esterni. La riforma ha inoltre incoraggiato l'evoluzione verso un modello di governo societario più allineato alle *best practice* internazionali, valorizzando la funzione degli amministratori indipendenti e dei comitati interni. Nel complesso, la legge Draghi ha contribuito a rendere il mercato azionario italiano più contendibile e trasparente, rafforzando la protezione degli investitori in un contesto storicamente caratterizzato da forte concentrazione proprietaria e presenza di azionisti di riferimento.

Accanto alla legislazione cogente, rivestono un ruolo importante i codici di autodisciplina in materia di corporate governance, elaborati in numerosi Paesi finanziariamente evoluti per rassicurare gli investitori circa l'adozione, da parte delle

società quotate, di standard di governo societario in linea con le migliori pratiche internazionali. Si possono ricordare, a titolo di esempio, il *Cadbury Report* nel Regno Unito (1992) e il *Codice Preda* in Italia (1999). Tali documenti operano secondo il principio del *comply or explain*, stimolando le società ad adeguarsi volontariamente a un insieme di raccomandazioni in merito a composizione del consiglio di amministrazione, presenza di amministratori indipendenti, comitati interni, trasparenza informativa e gestione dei potenziali conflitti di interesse.

Infine, un ruolo non trascurabile è svolto dalle associazioni professionali e dagli operatori specializzati formati da revisori, sindaci, gestori e analisti finanziari. L'esistenza di standard professionali elevati e di organismi di categoria che promuovono codici etici e deontologici contribuisce a migliorare la qualità dell'informazione finanziaria e la trasparenza dei mercati, facilitando il monitoraggio da parte degli investitori e rafforzando la disciplina sulla gestione.

Nel complesso, quindi, il contesto istituzionale, inteso come combinazione di enforcement, regole cogenti, disciplina OPA e tutela delle minoranze, *soft law* e infrastrutture professionali, costituisce un elemento chiave per il funzionamento corretto della corporate governance, influenzando sia la protezione degli investitori sia l'effettiva capacità dei meccanismi esterni di esercitare una pressione disciplinante sul management.

In sintesi, i meccanismi esterni di corporate governance agiscono tramite pressioni competitive, finanziarie e istituzionali e puntano a limitare comportamenti opportunistici del vertice, incidendo sul costo e sulla disponibilità delle risorse e, indirettamente, sulla valutazione dell'impresa. Nelle imprese familiari, la proprietà concentrata e la stabilità del controllo possono diminuire l'efficacia di tali meccanismi; tuttavia, questi restano fondamentali per le realtà che decidono di accedere a finanziamenti esterni. Ne deriva che l'intensità delle pressioni di mercato contribuisce a definire il grado con cui scelte inefficienti e performance deludenti si traducono in un effettivo rischio di sostituzione del vertice. Su queste basi, l'analisi passa ora ai meccanismi interni.

1.6 *Meccanismi interni*

I meccanismi interni di corporate governance riguardano il modo in cui l'impresa organizza al proprio interno la struttura proprietaria, i diritti di voto e gli organi di governo. Attraverso il consiglio di amministrazione, i comitati interni, i sistemi di remunerazione e di controllo, l'azienda cerca di indirizzare e monitorare l'operato del management, riducendo lo spazio per comportamenti opportunistici. Nel seguito verranno analizzati i principali componenti.

1.6.1 *CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE*

Il consiglio di amministrazione (CdA) rappresenta il centro nevralgico della corporate governance: è l'organo cui è affidata la gestione dell'impresa e, al tempo stesso, il principale strumento attraverso cui gli azionisti esercitano il controllo sul management (OECD, 2023).

In termini generali, il CdA è responsabile dell'amministrazione della società, del perseguimento dell'oggetto sociale e della definizione e implementazione delle scelte strategiche, nonché della nomina e revoca dei principali dirigenti. Al suo interno possono essere individuate figure con deleghe esecutive – in particolare l'amministratore delegato (CEO) o un comitato esecutivo – cui vengono attribuiti poteri specifici di gestione. La presenza della delega non esonera tuttavia il consiglio da una responsabilità complessiva: il CdA mantiene il potere di impartire direttive agli organi delegati e può avocare operazioni rientranti nelle deleghe; inoltre, gli amministratori sono tenuti ad agire in modo informato e diligente (art. 2381 c.c.; art. 2392 c.c.).

Nel nostro ordinamento, la riforma del diritto societario introdotta con il *d.lgs. 6/2003* ha previsto tre diversi modelli di amministrazione e controllo adottabili all'interno dello statuto, nei quali il CdA, o l'organo a esso equivalente, assumono ruoli parzialmente differenti. Questi sono:

- **Modello tradizionale:** è il modello classico adottato in Italia in assenza di diverse scelte statutarie. Prevede la presenza di un CdA, cui spetta la gestione,

e di un collegio sindacale, incaricato del controllo sull'osservanza della legge e dello statuto, sulla correttezza amministrativa e sulla adeguatezza dell'assetto organizzativo e contabile. L'assemblea dei soci si occupa della nomina e revoca dei membri di entrambi gli organi, approva il bilancio e delibera sulle operazioni straordinarie. In questo assetto la funzione di controllo è, di fatto, ripartita tra consiglio e collegio, con possibili sovrapposizioni e margini di incertezza sui rispettivi ambiti di responsabilità.

- **Modello monistico:** si ispira alla tradizione dei Paesi di *common law* (Regno Unito e USA). In questo caso esiste un unico organo, il CdA, cui fanno capo sia la funzione gestionale sia quella di controllo. L'assemblea dei soci nomina il consiglio, che al suo interno istituisce un comitato per il controllo sulla gestione (*audit committee*), composto da amministratori non esecutivi in possesso di requisiti di indipendenza e professionalità. A tale comitato sono attribuite in particolare le funzioni di vigilanza sul sistema di controllo interno e sui revisori. Il modello monistico presenta il vantaggio di una maggiore integrazione tra attività di gestione e controllo e di una più rapida circolazione delle informazioni. Tuttavia, proprio perché l'organo che controlla è nominato dall'organo controllato, pone interrogativi sull'effettiva indipendenza dell'attività di vigilanza.
- **Modello dualistico:** ispirato al modello tedesco, è caratterizzato dalla separazione tra un consiglio di gestione, che esercita le funzioni tipiche del CdA nel modello tradizionale, e un consiglio di sorveglianza, nominato dall'assemblea, cui sono attribuite le funzioni che nel modello tradizionale sono ripartite tra assemblea e collegio sindacale. In particolare, il consiglio di sorveglianza si occupa della nomina e revoca dei membri del consiglio di gestione, di approvare il bilancio, di esercitare il controllo sull'amministrazione e di promuovere azioni di responsabilità. Il sistema è definito "dualistico" perché il consiglio di sorveglianza, in virtù dei poteri che gli sono conferiti, incide in modo significativo anche sulla direzione strategica dell'impresa.

Al di là del modello prescelto, la struttura e la composizione del CdA sono elementi cruciali per l'efficacia della corporate governance. Un primo profilo riguarda la concentrazione dei ruoli al vertice: non è raro che il presidente del CdA coincida con l'amministratore delegato (*CEO – chair duality*) o con l'azionista di controllo. Questa configurazione è spesso percepita negativamente dagli investitori, poiché accentra in capo a un solo soggetto non solo il potere decisionale, ma anche la direzione del processo deliberativo del CdA (definizione delle priorità, dei temi e delle tempistiche di discussione). Per attenuare tali rischi, i codici di autodisciplina prevedono la possibilità di nominare un *lead independent director*, con funzioni di coordinamento degli amministratori indipendenti e di interlocuzione con gli azionisti, in particolare quando il presidente del CdA non è indipendente.

Un secondo aspetto riguarda la dimensione del consiglio. La letteratura empirica (Yermack, 1996; Eisenberg et al., 1998) mette spesso in evidenza una correlazione negativa tra numero di amministratori e performance e valore aziendali. I consigli troppo numerosi possono risultare meno efficienti nei processi decisionali, più esposti a problemi di coordinamento e di *free riding* informativo e minore incisività nel monitoraggio. Al contrario, un board eccessivamente ristretto rischia di non avere competenze sufficientemente diversificate e di non garantire un adeguato bilanciamento di poteri.

Particolare rilievo assumono, infine, gli amministratori non esecutivi e indipendenti, i cui requisiti sono definiti dai codici di corporate governance e dalla normativa di settore. In linea di principio, a un amministratore indipendente non è consentito trovarsi in situazioni tali da comprometterne (o far apparire compromessa) l'autonomia di giudizio. In particolare, secondo il *Codice di Corporate Governance* l'indipendenza risulta compromessa quando ricorre almeno una delle seguenti circostanze (Comitato per la Corporate Governance, 2020, art. 2, Raccomandazione 7, lett. a–h):

- essere **azionista significativo** della società;

- aver ricoperto, nei tre esercizi precedenti, **ruoli esecutivi** o di **dipendenza** nella società o nel gruppo, ovvero presso un azionista significativo;
- intrattenere (o aver intrattenuto nei tre esercizi precedenti) **relazioni commerciali, finanziarie o professionali significative** con la società, il gruppo o il soggetto che la controlla;
- percepire **remunerazioni aggiuntive significative** rispetto al compenso per la carica di amministratore non esecutivo;
- permanere in carica per un periodo tale da incidere sull'effettiva **autonomia di giudizio**;
- ricadere in situazioni di **interlocking** (incarichi incrociati) idonee a compromettere l'indipendenza;
- avere **legami con la società di revisione**;
- essere **familiare stretto** di soggetti che si trovino in una delle situazioni rilevanti.

In teoria, la presenza di amministratori indipendenti dovrebbe rafforzare il monitoring sul management e offrire una tutela ulteriore agli azionisti di minoranza, fornendo al contempo contributi qualificati in termini di consulenza strategica e tecnico-professionale. Nella pratica, tuttavia, la loro efficacia può risultare attenuata da diversi fattori: un accesso più limitato alle informazioni operative rispetto agli esecutivi, una possibile dipendenza dal vertice per la permanenza in carica e incentivi economici che possono incidere sul grado di effettiva assertività nel confronto consiliare. In tale prospettiva, la letteratura richiama il rischio di "cattura" degli indipendenti da parte del management, con conseguente indebolimento della funzione di controllo.

Le evidenze empiriche non sono univoche. Da un lato, si osserva che una maggiore incidenza di amministratori esterni può rendere il turnover del CEO più sensibile ai risultati conseguiti: in particolare, la probabilità di dimissioni e sostituzione del vertice risulta più strettamente correlata alla performance nelle società con board *outsider-dominated* (dove per outsiders si intendono amministratori non manageriali, in larga misura assimilabili ai non esecutivi, pur non coincidenti in modo perfetto con la

nozione europea di “indipendenza”) (Weisbach, 1988). Dall’altro lato, alcuni studi mostrano che il mercato può interpretare favorevolmente la nomina di amministratori esterni: l’annuncio dell’ingresso di un *outside director* è associato, in media, a rendimenti anomali positivi, suggerendo che gli investitori incorporino aspettative di miglioramento della governance e/o della qualità del processo decisionale (Rosenstein & Wyatt, 1990).

Altri lavori, focalizzati sul contesto italiano, mettono invece in luce ampi scostamenti tra i requisiti formali di indipendenza e le situazioni concrete, evidenziando come una quota significativa di amministratori qualificati come “indipendenti” presenti legami professionali o relazioni di lungo periodo con la società o con l’azionista di riferimento. Tali evidenze, confermano che l’efficacia dei meccanismi di governance dipendano anche dal contesto istituzionale e dalla cultura organizzativa.

Nelle imprese familiari, il CdA svolge anche una funzione di interfaccia tra la famiglia controllante, gli eventuali soci esterni e i manager professionali. La composizione del consiglio diventa quindi un elemento critico: una presenza prevalente di insiders familiari può rafforzare l’allineamento con gli obiettivi della proprietà, ma può anche ridurre la capacità di valutare in modo indipendente le scelte del vertice e di tutelare le minoranze quando la base proprietaria si amplia.

1.6.2 REMUNERAZIONE DEI MANAGER

Un ulteriore meccanismo interno di corporate governance è rappresentato dalle politiche di remunerazione del top management. In presenza di separazione tra proprietà e controllo, la teoria dell’agenzia evidenzia il rischio che il manager, dotato di un vantaggio informativo sugli azionisti, persegua obiettivi personali (opportunismo ex ante ed ex post) non pienamente allineati a quelli dei proprietari. Per questa ragione, i sistemi di incentivazione economica mirano a collegare, per quanto possibile, la remunerazione del dirigente alle performance aziendali (*pay-for-performance*), così da avvicinare la funzione obiettivo del manager a quella degli azionisti.

Il consiglio di amministrazione è responsabile della definizione e dell'implementazione della politica retributiva degli amministratori esecutivi e dei dirigenti di vertice. Nelle società quotate tale funzione è normalmente supportata da un comitato per le remunerazioni, composto in larga misura da amministratori indipendenti. Inoltre, nelle giurisdizioni europee la politica di remunerazione viene sottoposta periodicamente al voto dell'assemblea (cosiddetto *say-on-pay*), con valore almeno consultivo: pur non essendo formalmente vincolante, il giudizio degli azionisti rappresenta un importante segnale per il consiglio.

La remunerazione di un CEO si articola tipicamente in più componenti, combinando una parte fissa e una parte variabile legata ai risultati:

- **salario fisso**, stabilito contrattualmente e corrisposto su base annua, che riflette il ruolo, l'esperienza e le caratteristiche dell'impresa;
- **bonus di breve periodo** (*Management by Objectives*, MBO), collegati al raggiungimento di specifici obiettivi annuali di natura economico-finanziaria (indicatori di redditività, crescita dei ricavi, margini), commerciale (quote di mercato, sviluppo di nuovi prodotti), oppure legati a parametri di tipo ESG;
- **incentivi di medio-lungo periodo** (*Long Term Incentives*, LTI), concepiti per ancorare la remunerazione a risultati pluriennali e scoraggiare comportamenti miopi. Possono assumere forma monetaria o essere basati su strumenti finanziari;
- **strumenti azionari**, come *stock grants* (assegnazione di azioni, gratuite o a condizioni agevolate) e *stock options*, che attribuiscono al manager il diritto di acquistare, entro un certo periodo, azioni della società a un prezzo prefissato (*strike price*). Il guadagno potenziale è dato dalla differenza tra il prezzo di mercato al momento dell'esercizio e il prezzo di esercizio, se positivo;
- **benefici non monetari** (*fringe benefits*), quali auto aziendale, assicurazioni, piani pensionistici integrativi, servizi di consulenza o altri vantaggi in natura.

Dal punto di vista teorico, gli strumenti *equity-based*, in particolare le stock options, sono stati considerati una soluzione efficace per contrastare la "miopia

manageriale” associata a bonus annuali o da premi legati a risultati di breve periodo. Fissando ex ante il prezzo di esercizio e rendendo l’esercizio possibile solo in una prospettiva futura, si cerca di stimolare il manager a far crescere il valore dell’impresa nel medio-lungo termine, poiché il valore delle opzioni dipende dall’andamento del prezzo azionario. In questo modo, almeno in linea di principio, si allineano gli interessi del management e quelli degli azionisti.

L’esperienza applicativa ha tuttavia messo in luce anche i limiti e i rischi di questi strumenti. Da un lato, una forte componente opzionale può indurre il manager ad assumere livelli di rischio eccessivi, poiché il valore dell’opzione cresce con la volatilità del titolo, a parità di altre condizioni. Dall’altro lato, la pressione a mantenere elevato il prezzo delle azioni può generare comportamenti opportunistici, come la manipolazione dei risultati contabili, la gestione “creativa” dell’informativa al mercato o pratiche più estreme come il *backdating* delle opzioni, ossia la retrodatazione dell’assegnazione a date in cui il prezzo era particolarmente basso.

Accanto alla progettazione dei pacchetti retributivi, una leva di disciplina è rappresentata dal turnover manageriale: la sostituzione del CEO in caso di risultati deludenti è un segnale che la struttura di governance è in grado di reagire a performance insoddisfacenti. Gli studi empirici mostrano che, nelle imprese quotate, la probabilità di rimozione del manager tende a essere più elevata in presenza di cattivi risultati, mentre nelle imprese familiari o in quelle in cui il CEO è anche azionista rilevante tale meccanismo risulta attenuato, proprio perché il legame proprietario rende meno probabile la sostituzione (Brunello et al., 2003; Rizzotti et al., 2017).

Infine, la composizione della remunerazione varia a seconda della struttura proprietaria. Nelle imprese ad azionariato diffuso, dove il controllo diretto da parte dei singoli azionisti è più debole, la componente variabile collegata alla performance tende ad assumere un peso maggiore ed è più diffuso il ricorso a incentivi di lungo periodo. Nelle imprese a controllo familiare, invece, la quota fissa tende a essere relativamente più elevata e la componente *equity-based* meno rilevante. Quando il dirigente coincide con il proprietario o con un membro della famiglia controllante, parte degli incentivi è

già incorporata nella partecipazione al capitale e nella prospettiva di lungo periodo legata alla continuità dell'impresa, mentre la necessità di complesse strutture di *pay-for-performance* si riduce, salvo nei casi in cui venga nominato un CEO esterno.

1.6.3 DISCIPLINA DEL DEBITO

Un ulteriore meccanismo interno (o "ibrido", perché incorpora anche un controllo esterno esercitato dai finanziatori) di corporate governance è rappresentato dalla struttura finanziaria dell'impresa, e in particolare dall'uso del debito. La letteratura sui costi di agenzia mostra come la leva finanziaria possa, da un lato, attenuare alcuni conflitti tra manager e azionisti, ma, dall'altro, generare a sua volta specifici problemi di incentivo nei confronti dei creditori (Jensen e Meckling, 1976; Jensen, 1986). Il debito non è dunque una soluzione gratuita, ma uno strumento che introduce un trade-off tra benefici disciplinanti e nuovi costi di agenzia.

Dal lato dei costi, l'indebitamento comporta innanzitutto un aumento della probabilità di insolvenza e di fallimento (rischio di default). A sua volta, il fallimento genera costi diretti quali spese legali e amministrative, costi di procedura e maggiori tassi di interesse richiesti dai finanziatori, e costi indiretti, spesso più rilevanti ma meno osservabili, quali la perdita di clienti e fornitori, le difficoltà nel garantire la continuità operativa, la svalutazione degli asset, bassi tassi di recupero per i creditori e tempi prolungati di ristrutturazione. A ciò si aggiungono i costi di monitoraggio e di controllo del debito legati alla necessità di negoziare, includere e far rispettare clausole contrattuali (*covenants*) che limitino la discrezionalità del management.

Inoltre, l'uso del debito genera conflitti di interesse specifici tra azionisti e creditori che possono riflettersi in un vero e proprio costo opportunità (*opportunity wealth loss*). Gli azionisti hanno incentivo a privilegiare progetti più rischiosi ma con rendimento atteso più elevato, poiché beneficiano integralmente degli extra-profitti in caso di successo, mentre condividono le perdite con i *debtholders* in caso di insuccesso (problema del *risk shifting* o *over-investment*). I creditori, che hanno diritto a un flusso fisso (capitale più interessi), preferirebbero invece strategie meno rischiose e più

orientate alla conservazione del valore. Anticipando tali incentivi, in presenza di elevata leva finanziaria i finanziatori possono limitare l'ammontare dei fondi concessi o richiedere un rendimento più elevato, mentre l'impresa può rinunciare o posticipare investimenti anche quando redditizi.

In situazioni di forte indebitamento si può inoltre generare il fenomeno del *debt overhang*: l'impresa smette di investire anche su progetti con valore attuale netto positivo se una parte rilevante dei benefici viene assorbita dai creditori esistenti. Nei casi estremi, se la bancarotta appare imminente, i proprietari possono essere tentati di estrarre risorse dall'impresa attraverso distribuzioni straordinarie di dividendi o riacquisti di azioni proprie (*milking the property*), a discapito dei *debtholders*.

Nonostante tali costi, la letteratura sottolinea che il debito presenti anche importanti benefici dal punto di vista del governo societario. Oltre al noto effetto di scudo fiscale legato alla deducibilità degli oneri finanziari, la leva finanziaria può ridurre il fabbisogno di *outside equity* e quindi attenuare i costi di agenzia del capitale proprio: limitando l'emissione di nuove azioni, si riducono la diluizione della partecipazione degli insider e il problema dell'*underpricing* richiesto dai nuovi azionisti per proteggersi dal comportamento opportunistico del management.

In ottica di governance, è rilevante l'effetto di disciplina sul manager: l'obbligo di rimborsare periodicamente capitale e interessi riduce il free cash flow e rende più difficile finanziare investimenti inefficienti o spese private (*perks, empire-building*), incentivando una più rigorosa selezione dei progetti e maggiore efficienza operativa. Inoltre, nel caso di rapporti di finanziamento bancario di medio-lungo periodo, il debito può ridurre le asimmetrie informative, grazie al monitoraggio continuativo svolto dagli intermediari finanziari.

Il debito, dunque, rappresenta un meccanismo ambivalente: introduce nuovi conflitti tra azionisti e creditori, ma al tempo stesso può ridurre i costi di agenzia del capitale proprio e limitare l'uso inefficiente dei flussi di cassa da parte del management. Tuttavia, non esiste una combinazione ottimale universale di debito ed equity; le imprese

devono quindi individuare una struttura finanziaria coerente con caratteristiche, settore e opportunità di investimento, bilanciando benefici e costi della leva.

Nel complesso, il consiglio di amministrazione, i sistemi di remunerazione e la disciplina esercitata dalla struttura finanziaria concorrono a ridurre asimmetrie informative e discrezionalità, avvicinando gli obiettivi del vertice a quelli degli investitori. In particolare, la composizione e l'indipendenza effettiva del CdA incidono sulla qualità del monitoraggio e sulla credibilità della minaccia di rimozione, mentre le politiche di incentivazione e i vincoli da debito influenzano la propensione del CEO ad assumere rischio, estrarre benefici privati o perseguire obiettivi non pienamente condivisi. Tali aspetti assumono particolare importanza per le imprese familiari, spesso legate a obiettivi non solo economici che possono favorire l'emergere di dinamiche di *entrenchment*, alterando la sensibilità del turnover alle performance. Questo quadro consente di impostare, nel capitolo successivo, l'analisi delle determinanti e dei meccanismi della successione del CEO nelle imprese familiari, chiarendo in che modo variabili di governance e caratteristiche del contesto familiare orientino la scelta del successore e i risultati economico-strategici successivi al passaggio di testimone.

2 Successione nelle imprese familiari: quadro teorico, determinanti e meccanismi

Dopo aver delineato i principali meccanismi di corporate governance e la loro funzione nel contenimento dei conflitti di interessi tra insider e outsider, l'analisi si concentra su un momento in cui tali dinamiche emergono con particolare evidenza: la successione del CEO. Il cambio al vertice può essere interpretato sia come esito della capacità disciplinante dei meccanismi di controllo, sia come evento che può essere pianificato e in grado di incidere sulla continuità strategica e sui risultati dell'impresa. Nelle imprese familiari, tuttavia, la scelta del CEO e la gestione della transizione non sono riconducibili a una logica puramente manageriale, ma incorporano preferenze e vincoli specifici della famiglia proprietaria. Ne deriva l'esigenza di analizzare la successione in modo integrato, considerando sia i determinanti che influenzano la selezione del successore sia i meccanismi attraverso cui la transizione viene attuata. Coerentemente con tale impostazione, questo capitolo propone un inquadramento teorico del fenomeno, approfondisce i principali driver che orientano le scelte successorie e descrive le modalità con cui esse si realizzano, ponendo le basi per l'analisi delle conseguenze in termini di performance che sarà sviluppata nel Capitolo 3.

2.1 CEO turnover e CEO succession: definizioni e distinzioni concettuali

Nell'analisi del ricambio al vertice è opportuno distinguere tra *CEO turnover* e *CEO succession*, termini spesso utilizzati in modo intercambiabile ma concettualmente diversi. La successione è intesa come il processo che governa la transizione della leadership e comprende un insieme articolato di attività e decisioni – pianificazione, identificazione e valutazione dei candidati, selezione, eventuale affiancamento e trasferimento progressivo di deleghe e conoscenze – che possono svilupparsi con tempi e modalità molto differenti. Il turnover, invece, indica l'uscita del CEO dall'incarico ed è, per definizione, un evento osservabile, identificabile con il cambio al vertice. In quanto

tale, esso può essere analizzato empiricamente in relazione a variabili quali la performance aziendale, gli assetti proprietari e le caratteristiche del sistema di governo societario.

Questa distinzione è rilevante in quanto uno stesso evento di turnover può rappresentare l'esito di processi profondamente diversi, che vanno da successioni pianificate a sostituzioni di natura emergenziale dovute a shock inattesi. Il processo di successione si configura quindi come un insieme di decisioni organizzative – in termini di regole, tempi e soggetti coinvolti – che determinano la qualità della transizione e, di conseguenza, i risultati nel post-successione.

All'interno del turnover è inoltre fondamentale distinguere tra turnover volontario e turnover forzato. Il primo comprende casi come pensionamento, dimissioni per motivi personali, fine mandato pianificata e passaggi generazionali. Il secondo, invece, include la rimozione o sostituzione del CEO a seguito di underperformance, divergenze strategiche o sfiducia da parte degli organi di governo. Tale distinzione è rilevante poiché le due categorie incorporano contenuti informativi diversi e conducono a interpretazioni differenti della relazione tra ricambio al vertice e risultati aziendali.

2.2 Il ricambio generazionale e la pianificazione della successione

"L'azienda [familiare] è un'eredità da proteggere e tramandare. È il risultato dell'impegno della generazione successiva e di ciascuna generazione nei confronti di quella precedente" (Agnelli, citato in Bertrand & Schoar, 2006)

Il passaggio generazionale che avviene attraverso la successione rappresenta uno snodo cruciale nella traiettoria dell'impresa, poiché può introdurre discontinuità nella definizione degli obiettivi, nelle scelte strategiche e nei meccanismi decisionali. Non a caso, la letteratura qualifica la successione dei CEO come un evento critico per qualsiasi impresa e sottolinea come, nelle imprese familiari, la transizione risulti spesso più delicata per l'intreccio tra logiche economico-aziendali e logiche familiari, con possibili

riflessi sugli esiti nel periodo post-successione (Ahrens et al., 2019). In questa prospettiva, la successione può costituire anche un'occasione di rilancio, in quanto l'ingresso di nuove leve al vertice può favorire una fase di aggiustamento organizzativo e contribuire a rivitalizzare la formula imprenditoriale. Al contempo, tuttavia, il cambiamento di leadership è spesso percepito come un passaggio traumatico, in grado di aumentare l'incertezza circa le future possibilità di sopravvivenza dell'impresa (Dell'Atti, 2007).

“Perhaps no recurring event in the life of an organization is more critical than the transfer of power and authority...” (Fiegener, Brown, Prince & File, 1996)

La successione non costituisce un semplice avvicendamento “fisiologico”, bensì rappresenta un passaggio ad alto impatto che può incidere sulla stessa sopravvivenza dell'impresa. Alla luce di ciò, il passaggio generazionale va interpretato come un processo pluriennale che coinvolge dimensioni tra loro interdipendenti. Accanto agli aspetti amministrativi, fiscali e giuridici, assumono infatti un ruolo spesso determinante le componenti relazionali e psicologiche: la disponibilità dei soggetti coinvolti a riconsiderare ruoli consolidati, la possibile divergenza tra valori e aspettative dei membri della famiglia e la gestione delle tensioni che possono emergere nella fase di transizione. In tale prospettiva, la pianificazione della successione non riguarda soltanto l'individuazione del successore, ma anche la costruzione di un percorso di progressivo allineamento e legittimazione, necessario per ridurre l'incertezza e aumentare la probabilità di continuità.

L'esigenza di pianificazione emerge con particolare forza quando la successione non è gestita tempestivamente e viene innescata da eventi inattesi che possono trasformare l'avvicendamento in una scelta urgente e poco ponderata. In questi casi, l'impresa rischia di affrontare una fase di rallentamento decisionale e operativo, con possibili ripercussioni anche sui rapporti con gli stakeholder (Dell'Atti, 2007). Per questo, la pianificazione richiede la capacità di promuovere un confronto strutturato tra fondatore e familiari coinvolti, definendo responsabilità, confini decisionali e regole di funzionamento.

Inoltre, nelle imprese familiari quotate, la pianificazione della successione deve considerare anche la dimensione esterna, poiché il mercato può interpretare il cambiamento al vertice come un segnale informativo e reagire negativamente in presenza di incertezza. Questo rischio può incentivare il fondatore a rimandare l'avvicendamento; proprio per tale ragione, una successione programmata e comunicata in modo strutturato può contribuire a contenere la volatilità delle aspettative degli investitori e, più in generale, degli stakeholder.

2.2.1 GLI ATTORI COINVOLTI NEL PROCESSO

A rafforzare l'esigenza di una pianificazione strutturata contribuisce anche la pluralità di attori coinvolti nel processo successorio e la conseguente molteplicità di interessi da comporre. Un ruolo centrale è svolto dall'imprenditore/fondatore, poiché dalla sua disponibilità a governare la transizione dipende in larga misura l'avvio (o l'assenza) di un percorso ordinato di successione. In tale ottica, il fondatore non si limita a individuare il possibile successore, ma ne sostiene la progressiva legittimazione verso gli stakeholder rilevanti e si trova a gestire il delicato equilibrio tra continuità, cambiamento e stabilità delle relazioni chiave.

Accanto al predecessore, il successore rappresenta l'elemento attorno a cui si concentrano le principali tensioni, soprattutto quando la scelta riguarda l'alternativa tra soluzione interna e soluzione esterna. Nelle imprese familiari, la preferenza per un erede interno può essere interpretata come strumento di continuità, ma comporta anche rischi quando la selezione è guidata da criteri di discendenza più che da adeguatezza manageriale. In questi casi, oltre alle possibili conseguenze sull'efficacia della guida aziendale, possono intensificarsi frizioni intrafamiliari legate a percezioni di equità, merito e riconoscimento.

Un ulteriore attore è la famiglia nel suo insieme, intesa come un gruppo di persone che nutre aspettative diverse sia sull'impresa che su chi dovrà guidarla. A causa dell'esistenza di regole e logiche affettive, la fase di successione spesso può amplificare tensioni collegate a prestigio, ruolo, riconoscimento e rivalità. La letteratura richiama

l'importanza di costruire un clima orientato alla collaborazione tra i potenziali eredi, attraverso percorsi di sviluppo e competenze tra loro complementari, così da ridurre la competizione interna e favorire un apporto integrato alla governance e alla gestione.

Alla dimensione interna si affianca poi quella organizzativa: i dipendenti sono direttamente interessati all'avvicendamento perché il cambio di leadership può incidere su stabilità occupazionale, opportunità di carriera e criteri di valutazione. In assenza di un processo chiaro e credibile, può emergere un problema di legittimazione del successore, con possibili effetti sul *commitment* e sulla coesione interna.

Infine, anche stakeholders esterni, in particolare clienti e fornitori, possono avere un interesse rilevante nella continuità delle relazioni costruite nel tempo. Per tale ragione, la successione richiede che il successore venga riconosciuto come interlocutore affidabile anche fuori dai confini dell'impresa, proteggendo il patrimonio di fiducia e reputazione accumulato nel tempo.

Alla luce di ciò, la successione non riguarda soltanto la continuità del controllo e la scelta del nuovo vertice, ma anche la capacità dell'impresa di preservare fiducia, reputazione e stabilità relazionale presso i principali interlocutori interni ed esterni.

2.3 *Determinanti della scelta del successore: family CEO vs outside CEO*

Dall'analisi della pianificazione e dei diversi attori coinvolti emerge l'esigenza di approfondire quali fattori orientano la scelta del successore, tra un CEO interno alla famiglia (*Family CEO*) e un CEO esterno (*Outside CEO*).

In questa sezione, muovendo dall'impostazione di Dell'Atti (2007), che interpreta il passaggio generazionale come un fenomeno influenzato da una pluralità di fattori riconducibili alla famiglia, all'impresa e al contesto, i determinanti della scelta successoria vengono ricondotti a tre insiemi:

- (i) **Fattori riconducibili alla famiglia proprietaria:** rientrano in questo gruppo l'intensità delle preferenze di controllo e continuità riconducibili alla *socioemotional wealth* (SEW), struttura e il ciclo di vita della famiglia, la presenza e la preparazione di potenziali eredi e il grado di consenso intrafamiliare. Vi rientrano, inoltre, regole e prassi informali, ad esempio criteri dinastici, che possono orientare la selezione privilegiando l'appartenenza rispetto alla competenza. Tali elementi oltre a orientare la scelta tra successore interno ed esterno, possono incidere sulla legittimazione del candidato interno e sulla definizione del suo profilo atteso.
- (ii) **Fattori di governance e distribuzione del potere decisionale:** questo insieme comprende la configurazione degli assetti proprietari e di controllo, la struttura e l'indipendenza degli organi di governo, la separazione tra proprietà e gestione e la capacità effettiva di monitorare e disciplinare il vertice. In tale prospettiva, la scelta tra CEO familiare e CEO esterno dipende anche da chi detiene il potere di decisione e di rimozione, e da quanto la governance sia in grado di mitigare fenomeni di *entrenchment* o selezione non meritocratica.
- (iii) **Fattori riconducibili al contesto esterno:** in questo gruppo rientrano le condizioni socioculturali e istituzionali che incidono sulla praticabilità della delega manageriale e sulla contendibilità del vertice. Tra queste, vi sono il livello di fiducia verso soggetti esterni al gruppo familiare, la qualità delle istituzioni e dei meccanismi di enforcement, gli standard di governance e trasparenza informativa, la pressione reputazionale e il disciplinamento esercitato dagli stakeholder. In tale prospettiva, il ricorso a un CEO esterno non dipende soltanto dalla disponibilità di competenze, ma anche dalla "governabilità" della relazione con un manager esterno e dalla credibilità dei meccanismi di monitoraggio e sostituzione in caso di underperformance.

A partire da tale classificazione, l'analisi si concentrerà dapprima sui fattori riconducibili alla famiglia proprietaria, che nelle imprese familiari rappresentano spesso il primo livello di influenza sulla selezione del successore. Seguirà l'esame degli assetti di

governance e della distribuzione del potere decisionale e, infine, del contesto socio-istituzionale.

2.3.1 FATTORI FAMILIARI: PREFERENZE DI CONTROLLO, REGOLE INFORMALI E LEGITTIMAZIONE DEL SUCCESSORE

La prima classe di determinanti riguarda gli aspetti legati alla struttura della famiglia proprietaria. Con l'evoluzione generazionale tende ad aumentare la complessità della governance familiare: cresce il numero di membri potenzialmente coinvolti, si accentua la dispersione dei diritti economici e di voto tra rami familiari e aumenta la probabilità di conflitti intrafamiliari, ad esempio tra fratelli o cugini. Parallelamente, l'impresa può attraversare una crescita dimensionale e organizzativa che rende la gestione più complessa e più dipendente da competenze manageriali specialistiche. In tale scenario, la scelta tra un successore familiare e un CEO esterno non dipende soltanto dalla disponibilità di eredi, ma anche dal grado di adeguatezza del capitale umano interno rispetto alle esigenze competitive dell'impresa. Ne deriva che al crescere della complessità, aumenta la tensione tra continuità dinastica e adeguatezza manageriale.

2.3.1.1 TEORIA DELLA SOCIOEMOTIONAL WEALTH

Per interpretare tale decisione nelle imprese familiari, una parte rilevante della letteratura adotta la prospettiva della *socioemotional wealth* (SEW). Minichilli, Nordqvist, Corbetta e Amore (2014) evidenziano che, nelle imprese familiari, la successione non può essere interpretata come un mero problema di selezione tecnica del successore, poiché i proprietari presentano motivazioni miste e un interesse specifico a preservare la propria SEW, definita come *“il capitale di valore affettivo che la famiglia ha investito nell'azienda”* (Berrone et al., 2010, citato in Minichilli et al., 2014) e che incorpora la conservazione dell'influenza e del controllo, la tutela della reputazione associata al nome familiare e la continuità transgenerazionale.

In tale prospettiva, la successione rappresenta un passaggio intrinsecamente ambivalente: da un lato può costituire un'opportunità di miglioramento della

performance, dall'altro può essere percepita come una minaccia al patrimonio socio-emotivo, nella misura in cui implica il rischio di indebolimento del controllo familiare e di riallineamento dell'agenda strategica su priorità non pienamente coerenti con quelle della famiglia. Questo consente di comprendere perché decisioni che appaiono non ottimali in un'ottica di massimizzazione di breve periodo possano risultare coerenti con l'obiettivo di preservare un valore più ampio, incorporando legacy, controllo e coesione proprietaria (Minichilli et al., 2014).

Un'evidenza empirica particolarmente significativa in questa direzione è fornita da Gómez-Mejía, Haynes, Núñez-Nickel, Jacobson e Moyano-Fuentes (2007), che analizzano un campione di 1.237 frantoi nel Sud della Spagna, considerati *family owned* in almeno una fase del periodo 1944–1998, utilizzando dati annuali tratti da registri amministrativi obbligatori. Gli autori analizzano l'influenza della SEW osservando la scelta delle imprese di entrare in una cooperativa o rimanere indipendenti. La prima opzione riduce il rischio economico ma comporta una sostanziale perdita di controllo familiare, mentre la seconda, pur preservando l'autonomia, espone l'impresa a un maggiore rischio di performance. La perdita di controllo è misurata come passaggio volontario da impresa indipendente a cooperativa ed è stimata tramite event history analysis con modello di Cox. Il *performance hazard* è misurato attraverso tre indicatori: probabilità di fallimento, scostamento dalla performance storica e scostamento dalla performance delle imprese di riferimento, stimati tramite modelli di Cox e panel regressions.

La scelta osservata è rilevante perché l'ingresso nella cooperativa implica una vera diluizione del potere familiare. La famiglia passa da una discrezionalità pressoché totale sulle decisioni aziendali a un sistema di governance collettivo, fondato sulla regola "*un membro, un voto*", in cui ciascuna impresa aderente esercita un'influenza minima all'interno dell'assemblea.

I risultati mostrano che le imprese familiari sono significativamente meno disposte a cedere il controllo. Come riportato nella Tabella 2.1, il coefficiente associato alla variabile *family owned* nella regressione Cox sulla probabilità di *control loss* è pari a $-4,47$ con

significatività $p < 0,0001$, segnalando una forte riluttanza a entrare nella cooperativa. Quando gli autori distinguono per stadi evolutivi della famiglia, la riluttanza a cedere il controllo risulta massima nelle imprese controllate e gestite dalla famiglia fondatrice (*Stage I*: $-4,86$), si attenua sotto la gestione delle generazioni successive (*Stage II*: $-3,68$) e si riduce ulteriormente, pur restando elevata, nelle imprese gestite dalle generazioni successive con management professionale (*Stage III*: $-3,19$), mostrando differenze tra questi coefficienti statisticamente significative a $p < 0,0001$.

Tabella 2.1 Propensione a cedere il controllo. Fonte: adattata da Gómez et al. (2007), Table 5.

VARIABLE	MODEL 1	MODEL 2
FAMILY OWNED	-4,47 (0,23)	—
FAMILY STAGE I	—	-4,86 (0,29)
FAMILY STAGE II	—	-3,68 (0,39)
FAMILY STAGE III	—	-3,19 (0,59)
X²	759,19	768,15
GRADI DI LIBERTÀ	18	20

Note: standard errors tra parentesi. Le differenze tra Stage I, Stage II e Stage III sono statisticamente significative a $p < 0,0001$.

La conservazione del controllo non è neutrale sul piano economico. Quando la famiglia sceglie di restare indipendente, la probabilità di fallimento aumenta ($\beta = 0,66$; $p < 0,0001$) e il raggiungimento dei target di performance peggiora, sia rispetto alla performance storica dell'impresa ($\beta = -0,03$) sia rispetto a quella delle imprese di riferimento ($\beta = -0,17$), con effetti anch'essi altamente significativi. Lo studio documenta che le famiglie accettano un costo economico concreto pur di non rinunciare al controllo, confermando che la protezione della SEW può indurre a preferire una soluzione economicamente più rischiosa al fine di garantire l'identità e la continuità familiare.

Questo dimostra che la SEW non opera solo come preferenza astratta, bensì come criterio di valutazione concreto e come punto di riferimento della decisione. La famiglia tende infatti a valutare le alternative non esclusivamente in base agli effetti sulla performance economica, ma anche in base alla capacità di preservare controllo, identità e continuità dinastica.

La SEW non va intesa come una preferenza rigida e invariabile, ma come un criterio di valutazione che può assumere intensità diverse a seconda dei momenti e delle alternative disponibili. In alcuni momenti la famiglia tende a privilegiare con maggiore decisione la tutela del controllo e della continuità; in altri, può accettare un ridimensionamento parziale della propria dotazione socio-emotiva quando ciò appaia funzionale alla crescita, alla ristrutturazione o all'adattamento competitivo. I contributi più recenti invitano a non trattare la SEW come un costrutto monolitico. La riflessione di Calabrò et al. (2025), ad esempio, insiste sulla necessità di considerarne le variazioni di intensità, mostrando come la rilevanza attribuita alla continuità del controllo, all'identità familiare o alla trasmissione dinastica può cambiare non solo tra imprese diverse, ma anche all'interno della stessa impresa, tra momenti e fasi differenti del ciclo di vita.

Questa variabilità, inoltre, non riguarda soltanto il rapporto tra famiglia e impresa, ma si riflette anche all'interno della famiglia stessa. Nelle imprese più grandi e longeve, infatti, è meno realistico ipotizzare l'esistenza di una preferenza familiare perfettamente unitaria. Il ricambio generazionale e il diverso grado di coinvolgimento nell'impresa possono portare a priorità non coincidenti rispetto a controllo, identità e continuità transgenerazionale. In questo senso, la successione non implica soltanto la scelta di un successore, ma anche un lavoro di composizione degli interessi interni alla famiglia. La transizione richiede la costruzione di un consenso sufficientemente stabile da sostenerne la legittimazione e da contenere conflitti che, se lasciati aperti, rischierebbero di indebolire la governance nel post-successione.

Questa lettura, tuttavia, non esaurisce il dibattito. Newbert e Craig (2017), in un contributo teorico, osservano che una concezione della SEW troppo centrata sugli interessi della famiglia rischia di restare chiusa in una logica sostanzialmente auto-

riferita. Per questo propongono di superare una visione ristretta della SEW, focalizzata sulla famiglia come unico punto di riferimento, per muovere verso una visione estesa. L'obiettivo è inserire le decisioni della famiglia proprietaria in un quadro di responsabilità più ampia, condivisa verso tutti i protagonisti dell'impresa, sia interni che esterni.

2.3.1.2 REGOLE INFORMALI E LEGITTIMAZIONE: LA PRIMOGENITURA TRA STABILITÀ DINASTICA E RISCHI DI PERFORMANCE

Quando la scelta ricade su un successore interno alla famiglia, entrano in gioco i criteri di selezione intrafamiliare che spesso assumono la forma di regole informali. Tra queste, un ruolo particolarmente rilevante è svolto dalla primogenitura, intesa come norma, talvolta formalizzata ma più spesso implicita, che attribuisce priorità al primogenito nella successione al vertice. La primogenitura può essere interpretata come un dispositivo di governance interno volto a ridurre l'incertezza e a limitare il conflitto tra potenziali successori, regolando la competizione tra gli eredi attraverso un criterio percepito come legittimo e relativamente non contestabile.

In questa direzione, Calabrò, Minichilli, Amore e Brogi (2018) analizzano la primogenitura come scelta di governance nelle imprese familiari italiane, utilizzando un dataset originale di 432 successioni avvenute tra il 2000 e il 2012. Gli autori utilizzano un modello di probabilità lineare in cui la variabile dipendente è una dummy *Firstborn successor* (pari a 1 quando il successore scelto è il primogenito), per esaminare in che misura la dotazione di *socioemotional wealth*, operazionalizzata come *family control and influence*, incida sulla probabilità di selezionare il primogenito come successore. I risultati riportati nella Tabella 2.2 mostrano che tale probabilità aumenta al crescere della SEW; nella colonna (1), che include l'interazione tra *SEW endowment* e *performance below aspirations*, il coefficiente di *SEW endowment* è pari a 0,1922 con $p = 0,001$, mentre l'interazione tra le due variabili è positiva e significativa (0,0095, $p = 0,004$). Questo risultato indica che, quando la performance dell'impresa si colloca al di sotto del livello di aspirazione, l'effetto della SEW sulla probabilità di scegliere il primogenito tende a rafforzarsi.

La colonna (2) estende la specifica precedente introducendo anche *performance above aspirations* e la relativa interazione con la SEW. Anche in questo caso il coefficiente di *SEW endowment* resta positivo e significativo (0,2162, $p = 0,001$) e l'interazione con *performance below aspirations* rimane anch'essa positiva e significativa (0,0090, $p = 0,007$). Al contrario, né *performance above aspirations* (0,0037, $p = 0,726$) né la sua interazione con la SEW ($-0,0116$, $p = 0,336$) risultano significative. Ne deriva che il rafforzamento dell'effetto della SEW sulla primogenitura emerge soltanto nelle condizioni di vulnerabilità, mentre non si osserva quando la performance dell'impresa è superiore alle aspirazioni.

Un ulteriore risultato rilevante riguarda il genere del primogenito. La variabile *male firstborn* presenta coefficienti positivi e altamente significativi in entrambe le specifiche considerate (0,2383 nella colonna (1) e 0,2310 nella colonna (2), con $p < 0,001$ in entrambi i casi). Ciò implica che, a parità delle altre condizioni, il fatto che il primogenito sia maschio aumenta la probabilità della sua selezione come successore di circa 23–24 p.p. (punti percentuali). Il risultato suggerisce quindi che la primogenitura non rifletta soltanto una regola di ordine di nascita, ma incorpori anche una componente di preferenza di genere coerente con assetti dinastici più tradizionali.

Tabella 2.2 SEW, performance rispetto alle aspirazioni e probabilità di selezionare il primogenito.
Fonte: adattata da Calabrò et al. (2018), Table 2.

DEPENDENT VARIABLE: FIRSTBORN SUCCESSOR

	(1)	(2)
SEW ENDOWMENT	0,1922 (p = 0,001)	0,2162 (p = 0,001)
PERFORMANCE BELOW ASPIRATIONS	-0,0098 (p = 0,002)	-0,0095 (p = 0,004)
SEW ENDOWMENT × PERFORMANCE BELOW ASPIRATIONS	0,0095 (p = 0,004)	0,0090 (p = 0,007)
PERFORMANCE ABOVE ASPIRATIONS	—	0,0037 (p = 0,726)
SEW ENDOWMENT × PERFORMANCE ABOVE ASPIRATIONS	—	-0,0116 (p = 0,336)
MALE FIRSTBORN	0,2383 (p < 0,001)	0,2310 (p < 0,001)
	Note: p-value tra parentesi.	

Sul piano delle conseguenze, lo studio analizza se la scelta del successore all'interno del pool familiare produca effetti differenti sulla performance nel periodo successivo alla transizione. A questo scopo, Calabrò et al. (2018) stimano una serie di modelli panel in cui la variabile dipendente è il ROA, utilizzando un panel di 6.242 osservazioni impresa-anno e includendo effetti fissi di impresa e di anno, così da isolare la relazione tra tipo di successore e redditività post-successione al netto dell'eterogeneità non osservata tra imprese e delle variazioni comuni nel tempo.

I risultati riportati nella Tabella 2.3 mostrano che l'adesione alla primogenitura non genera un miglioramento statisticamente significativo della performance. La dummy *Firstborn successor* presenta coefficienti pari a 0,2446 con p = 0,654 nella colonna (1) e a 0,4033 con p = 0,476 nella colonna (3). Diversamente, la scelta di un figlio secondogenito o successivo, rappresentata dalla dummy *Second-/subsequent-born*

successor, risulta associata a una redditività post-successione più elevata, con coefficiente pari a 1,7027 con $p = 0,026$ nella colonna (2) e a 1,7742 con $p = 0,025$ nella colonna (3). Gli autori interpretano tale effetto come un incremento di circa 1,77 punti di ROA, economicamente rilevante se confrontato con un ROA medio del campione pari a circa 4,7%. In altri termini, il risultato suggerisce che la deviazione dalla regola dinastica può produrre benefici economici quando consente di selezionare il candidato più adatto all'interno della famiglia.

Tabella 2.3 Effetti sulla performance. Fonte: adattata da Calabrò et al. (2018), Table 3.

DEPENDENT VARIABLE: ROA			
	(1)	(2)	(3)
FIRSTBORN SUCCESSOR	0,2446 ($p = 0,654$)		0,4033 ($p = 0,476$)
SECOND-/SUBSEQUENT-BORN SUCCESSOR		1,7027 ($p = 0,026$)	1,7742 ($p = 0,025$)
	Note: p-value tra parentesi. La colonna (1) include la dummy Firstborn successor; la colonna (2) la dummy Second-/subsequent-born successor; la colonna (3) entrambe le dummy. In tutte le specifiche sono inclusi effetti fissi di impresa e di anno.		

Tale effetto emerge con maggiore forza nelle successioni di generazioni successive rispetto a quelle del fondatore. Gli autori stimano separatamente l'effetto della scelta di un figlio non primogenito nelle *non-founder successions* e nelle *founder successions*. I risultati mostrano che, nelle successioni successive a quella del fondatore, la scelta di un figlio non primogenito è associata a un miglioramento significativo della performance post-successione con coefficiente pari a 1,6910 con $p = 0,037$, mentre nelle successioni del fondatore il coefficiente rimane non significativo pari a 1,1369 con $p = 0,595$. Ciò suggerisce che, all'aumentare della complessità organizzativa e della numerosità del bacino familiare, la capacità di deviare dalla norma dinastica e selezionare il candidato più idoneo diventa un fattore sempre più rilevante per la performance.

In sintesi, la primogenitura può ridurre conflittualità e incertezza, ma può anche esporre l'impresa al rischio di un disallineamento tra competenze del leader e fabbisogni strategici. Tali effetti dipendono dalla dotazione di SEW, dalle condizioni di performance e dallo stadio generazionale, rendendo la regola un caso emblematico di come le determinanti familiari si traducano in scelte concrete di selezione e legittimazione del vertice.

2.3.2 FATTORI DI GOVERNANCE INTERNA E DISTRIBUZIONE DEL POTERE DECISIONALE: CDA E CONTENDIBILITÀ DEL VERTICE

Un ulteriore determinante della scelta del successore riguarda la distribuzione del potere all'interno della governance e, in particolare, la capacità del consiglio di amministrazione di incidere in modo sostanziale sul processo di nomina del vertice. In linea generale, il CdA è l'organo deputato a svolgere funzioni di indirizzo e controllo e, nei sistemi di governance più evoluti, assume un ruolo centrale anche nei processi di selezione e sostituzione del CEO. Nelle imprese familiari, tale funzione dipende in misura cruciale dal grado di autonomia effettiva del consiglio rispetto alla famiglia controllante. Quando gli amministratori intrattengono legami personali, professionali o patrimoniali con la coalizione familiare, il CdA rischia di risultare meno capace di operare come reale contrappeso e di mostrarsi più incline ad assecondare soluzioni in linea con le preferenze della famiglia. In questa prospettiva, la contendibilità del vertice non dipende soltanto dall'esistenza di candidati alternativi, ma anche dalla qualità effettiva della governance interna e dalla possibilità che il consiglio eserciti un monitoraggio sostanziale sul processo di selezione.

2.3.2.1 COMPOSIZIONE E INDIPENDENZA EFFETTIVA DEL CDA

Su questo punto, Ansari, Goergen e Mira (2014) offrono un contributo particolarmente rilevante, poiché mostrano che, nel contesto delle imprese familiari quotate, la misurazione dell'indipendenza del CdA non può limitarsi agli indicatori convenzionali, ma deve incorporare le relazioni sostanziali che possono legare gli amministratori alla famiglia controllante.

Lo studio analizza 283 eventi di successione o riconferma del CEO in 231 imprese familiari di Francia, Germania e Regno Unito nel periodo 2001–2010. La variabile dipendente delle regressioni logit vale 1 quando il nuovo CEO appartiene alla famiglia controllante, inclusi i casi di riconferma dell'incumbent familiare, e 0 quando il nuovo CEO non appartiene alla famiglia. Gli autori confrontano tre misure di indipendenza: una misura convenzionale, una misura di *independence from the controlling family* e una misura di *reduction in directors' independence*, che cattura la quota di indipendenza persa a causa dei legami con la famiglia.

Un primo risultato emerge già sul piano descrittivo. La quota media di amministratori indipendenti secondo la definizione convenzionale è elevata e pari a circa il 55%, ma quando la misura viene corretta depurando i legami con la famiglia controllante, la quota media di amministratori effettivamente indipendenti scende a circa il 24%. Inoltre, nel confronto tra successioni familiari e non familiari non emergono differenze statisticamente significative nella misura convenzionale di indipendenza, mentre la differenza è significativa quando si considera l'indipendenza effettiva dalla famiglia controllante. La nomina o riconferma di un successore familiare risulta più probabile nelle imprese con una quota più bassa di consiglieri realmente indipendenti dalla famiglia. Questa evidenza suggerisce già che l'indipendenza formale tende a sovrastimare la reale autonomia del consiglio.

Allo stesso risultato giunge anche l'analisi multivariata, attraverso cui gli autori mostrano che la misura convenzionale di *board independence* non risulta significativa nel predire la scelta del successore. Al contrario, la percentuale di amministratori indipendenti dalla famiglia controllante presenta un effetto negativo e significativo sulla probabilità di nominare o riconfermare un CEO familiare. In termini economici, il *marginal effect* riportato dagli autori indica che un aumento di una deviazione standard nella quota di amministratori effettivamente indipendenti riduce la probabilità di una successione familiare di circa il 17,6%. In modo speculare, la *reduction in directors' independence* presenta un effetto positivo e significativo, segnalando che i legami con la

famiglia attenuano la capacità del consiglio di operare come organo realmente autonomo.

Lo studio mostra inoltre che una maggiore tutela degli azionisti di minoranza, misurata attraverso il cross-listing nel Regno Unito o negli Stati Uniti, riduce la probabilità di una successione familiare di circa 20,9%. Al contrario, *family power*, *family generation* e performance pregressa non emergono come determinanti robusti della scelta del successore.

L'evidenza suggerisce che, nelle imprese familiari, la qualità del CdA debba essere valutata in termini sostanziali e non meramente formali. Infatti, quando il consiglio è effettivamente indipendente, l'automaticità della soluzione dinastica si attenua e aumenta la credibilità di una selezione orientata all'adeguatezza manageriale.

2.3.2.2 CONTROLLO VS GESTIONE E DISCIPLINA DEL VERTICE: IMPLICAZIONI DA UN CONTESTO INSIDER-DOMINATED

Un ulteriore snodo riguarda il legame tra controllo proprietario e gestione esecutiva, poiché incide direttamente sulla contendibilità del vertice e sulla capacità degli organi societari di esercitare disciplina. Brunello, Graziano e Parigi (2003) inquadrano questo tema nel contesto italiano, storicamente caratterizzato da proprietà concentrata, assenza di grandi azionisti indipendenti e un monitoraggio esterno relativamente limitato, condizioni che hanno favorito consigli di amministrazione dominati da insider e da soggetti affiliati agli azionisti di controllo. In tale configurazione, l'assemblea degli azionisti finisce spesso per ratificare scelte già definite dal vertice o dal blocco di controllo, con la conseguenza che anche la selezione del CEO risulta fortemente influenzata dalla coalizione dominante (Brunello et al., 2003).

Questo quadro genera, secondo gli autori, due forze potenzialmente opposte sulla disciplina del CEO. Da un lato, la prevalenza di assetti *insider-dominated* può ridurre la propensione a rimuovere un CEO in condizione di underperformance, indebolendo la *turnover-performance sensitivity* (Weisbach, 1988; Brunello et al., 2003). Dall'altro, la concentrazione proprietaria implica che l'azionista di controllo internalizzi più

pienamente costi e benefici delle decisioni manageriali e abbia quindi incentivi forti a monitorare e sostituire manager esterni che performano male. Per chiarire quale effetto prevalga, gli autori distinguono il CEO “*owner*”, quando questi coincide con l’azionista di controllo o con un membro della famiglia, dal CEO “*non owner*”, nel caso in cui il manager non possieda quote di proprietà. In quest’ultimo caso, ci si attende che l’azionista di controllo utilizzi il CdA come strumento di monitoraggio e intervenga con la sostituzione in caso di risultati deludenti. Quando, invece, il CEO è proprietario/controllante, tende a prevalere un effetto di consolidamento del potere che rafforza l’*entrenchment* e attenua la disciplina (Brunello et al., 2003).

I risultati dello studio sono coerenti con questa lettura: la probabilità di turnover cresce al peggiorare della performance, ma tale sensibilità risulta più marcata quando controllo e gestione non coincidono, mentre si indebolisce quando il CEO appartiene al blocco di controllo, segnalando un rischio di *entrenchment* legato alla concentrazione del potere. La separazione tra proprietà e gestione aumenta la credibilità di soluzioni di professionalizzazione e rende più efficace la disciplina del vertice, perché il controllante può effettivamente agire da monitor e sostituire l’incumbent se necessario. Viceversa, quando la leadership esecutiva coincide con la proprietà di controllo, la scelta del successore tende a essere più vincolata dalla preservazione del potere interno e la contendibilità del vertice risulta strutturalmente più bassa (Brunello et al., 2003).

Ne deriva che in contesti *insider-dominated*, la decisione tra continuità interna e apertura a un CEO esterno non dipende soltanto dalle competenze disponibili, ma anche dalla governabilità della relazione di agenzia. Dove la famiglia controllante mantiene il controllo ma non la gestione, l’opzione esterna è più praticabile e disciplinabile. Quando controllo e gestione si sovrappongono, aumenta la probabilità di continuità interna e si riduce la sostituibilità del vertice. Alla luce di ciò, il passo successivo consiste nell’estendere l’analisi oltre la governance interna, considerando come condizioni socioculturali e istituzionali influenzino la praticabilità della delega manageriale e la disciplina del vertice, soprattutto nei casi di CEO esterni.

2.3.3 FATTORI ESTERNI: CONTESTO SOCIOCULTURALE E ISTITUZIONALE

Accanto ai determinanti interni analizzati, la scelta del successore e la disciplina del vertice esecutivo dipendono anche da fattori esterni, riconducibili sia all'ambiente socioculturale sia al quadro istituzionale in cui opera l'impresa. La letteratura evidenzia che nelle imprese familiari la possibilità di nominare e monitorare un CEO esterno presuppone condizioni di fiducia e di scambio informativo che non possono essere date per scontate. Allo stesso tempo, anche in contesti con mercati finanziari più sviluppati e standard di governance più rigorosi, la presenza di un CEO familiare può generare dinamiche di protezione e scarsa sostituibilità (*entrenchment*) che riducono la capacità disciplinante dei meccanismi interni.

2.3.3.1 FIDUCIA SOCIALE E MONITORAGGIO DEL CEO ESTERNO

Un primo canale interpretativo riguarda la fiducia sociale e, più in generale, la propensione culturale a instaurare relazioni contrattuali efficaci con soggetti esterni al gruppo familiare. Nelle imprese familiari, la nomina di un CEO esterno rappresenta spesso una scelta di professionalizzazione, ma implica anche un rischio relazionale: l'outsider non condivide legami identitari e affettivi con la famiglia e può essere percepito come più rischioso sul piano della lealtà e dell'allineamento agli obiettivi della famiglia. La letteratura richiamata da Rizzotti et al. (2017) suggerisce che, in un contesto sociale caratterizzato da diffidenza verso gli estranei, le organizzazioni tendano a ridurre l'uso di criteri pienamente "*market-based*" di valutazione e selezione, fondati su competenze e risultati, a favore di logiche più relazionali, guidate da fedeltà e fiducia. Ciò modifica non solo chi viene nominato, ma anche quanto la relazione sia disciplinabile in caso di underperformance.

Rizzotti, Frisenna e Mazzone (2017) analizzano come il monitoraggio dei proprietari familiari incida sulle decisioni di turnover forzato del CEO e come tale relazione sia moderata dalla fiducia sociale. Lo studio considera 521 imprese quotate italiane e francesi, per un totale di 4.689 osservazioni impresa-anno nel periodo 2004–2012, e adotta un disegno comparativo tra Italia e Francia, sfruttando la differente "*propensity*

to trust a stranger” dei due contesti. I risultati mostrano che la relazione negativa tra performance e turnover è significativa sia in Italia ($-0,032$, $p = 0,008$) sia in Francia ($-0,016$, $p = 0,032$), ma che, per i professional CEO delle imprese familiari, il coefficiente dell’interazione è significativo solo in Francia ($-0,038$, $p = 0,004$) e non in Italia ($-0,007$, $p = 0,785$). Gli autori interpretano questo risultato come evidenza del fatto che, in un contesto caratterizzato da minore propensione a fidarsi di un estraneo, la famiglia tende a dare maggior peso a fedeltà e conoscenza personale, indebolendo la prontezza nel sostituire un esterno in presenza di risultati deludenti. La decisione finale, quindi, non riflette soltanto la disponibilità di competenze, ma anche la gestione della relazione fiduciaria con un CEO esterno. In contesti di bassa fiducia, la famiglia potrebbe preferire un successore interno per ridurre i costi relazionali e di coordinamento, oppure adottare soluzioni esterne ma con maggiore presidio, tramite controlli più stringenti, deleghe più limitate o una governance più accentrata.

2.3.3.2 CONTESTO ISTITUZIONALE E RISCHIO DI ENTRENCHMENT DEL CEO FAMILIARE

Un secondo canale riguarda il contesto istituzionale e, più in generale, l’insieme di regole e pressioni esterne che tendono ad aumentare trasparenza, accountability e disciplina del management. In un sistema più *market-oriented* ci si attenderebbe, in linea di principio, una maggiore sensibilità del turnover alla performance; tuttavia, nelle imprese familiari la coincidenza (o prossimità) tra vertice esecutivo e nucleo di controllo può generare un surplus di potere che riduce la contendibilità del ruolo, producendo dinamiche di *entrenchment*.

In questa direzione, Hillier e McColgan (2004) forniscono evidenza coerente con un’ipotesi di *entrenchment* del CEO familiare nel contesto delle società quotate britanniche. Lo studio, condotto su un campione di 683 imprese del Regno Unito osservate nel periodo 1992–1998, mostra che i CEO familiari risultano meno disciplinabili dei CEO non familiari e che la loro uscita tende ad associarsi a miglioramenti della performance operativa. Gli autori evidenziano che la sostituzione di un CEO familiare con un top officer non familiare si accompagna a incrementi di crescita in termini di ricavi e

occupazione, che risultano maggiori rispetto a quelli osservati dopo l'uscita di un top manager non familiare. Anche in un contesto istituzionale relativamente evoluto la leadership familiare può risultare meno contendibile, perché la struttura di controllo e le relazioni proprietarie rendono più costoso, o meno praticabile, l'intervento correttivo sul vertice.

Nel complesso, i contributi di Rizzotti et al. (2017) e Hillier e McColgan (2004) convergono nel chiarire che la disciplina del CEO e la scelta del successore sono endogene non solo alla famiglia e alla governance interna, ma anche al contesto esterno. La fiducia sociale incide sulla praticabilità e sull'efficacia della delega a un outsider, mentre la qualità istituzionale, pur aumentando vincoli, non elimina automaticamente i rischi di *entrenchment* della leadership familiare. La contendibilità del vertice, e quindi l'equilibrio tra continuità dinastica e professionalizzazione, dipende dall'interazione tra preferenze familiari, architettura di governance e condizioni socio-istituzionali.

2.4 Meccanismi di successione

La letteratura più recente sulla successione nelle imprese familiari evidenzia che gli esiti del passaggio di leadership non dipendono esclusivamente dal profilo del CEO selezionato, ma anche dal modo in cui la transizione viene progettata e gestita. La successione, pertanto, configura un insieme di scelte organizzative e di governance che definiscono tempi e regole del processo, informazione disponibile, legittimazione del successore e continuità operativa. Tale impostazione assume particolare rilevanza nelle imprese familiari, poiché la presenza di obiettivi socio-emotivi e la potenziale conflittualità intrafamiliare possono amplificare i costi di una transizione non adeguatamente governata.

2.4.1 DESIGN DEL PROCESSO DI SELEZIONE: COMPETIZIONE, SEGNALI E POTERE DECISIONALE

Nelle imprese familiari il design del processo di selezione riflette preferenze socio-emotive della famiglia e distribuzione dei diritti di controllo all'interno della coalizione proprietaria. Tali fattori incidono non soltanto sull'esito finale della successione, ma

anche sul processo attraverso cui il successore viene selezionato. Ahrens, Calabrò, Huybrechts e Woywode (2019) richiamano un filone di studi che interpreta la selezione del CEO come una forma di competizione regolata, nella quale i candidati inviano segnali di qualità (ad esempio istruzione, esperienza, reputazione) e il decisore stabilisce regole e criteri della “gara” (Lazear & Rosen, 1981; Rosen, 1986; Ocasio, 1999; Spence, 1973, 1974). Ne discende che l’esito dipende non solo dal profilo dei candidati, ma anche da chi governa il processo e dagli obiettivi che orientano la valutazione.

In tali imprese, il ruolo di regista della selezione è spesso ricoperto dal leader uscente o dalla coalizione familiare dominante, che dispone di vantaggio informativo e, frequentemente, di un controllo sostanziale dei diritti di voto. Questo assetto rende possibile impostare la selezione secondo una logica *market-oriented* – valorizzando segnali osservabili e comparabili nel mercato del lavoro manageriale (Arrow, 1973; Spence, 1973, 1974) – oppure secondo criteri più discrezionali, coerenti con preferenze dinastiche e obiettivi non strettamente economici (Simon, 1983; Dasgupt et al., 2016).

In particolare, quando proprietà e controllo sono concentrati, tale potere può tradursi in una selezione distorta rispetto a una competizione pienamente aperta. In assenza di adeguata formalizzazione del processo – regole trasparenti, procedure comparabili e supervisione effettiva – il decisore può alterare la competizione in due modi ricorrenti:

- (i) **limitazione del bacino**, restringendo il pool ai soli candidati familiari fino al caso limite di una scelta senza reale competizione;
- (ii) **favoritismo nei pesi di valutazione**, attribuendo maggiore rilevanza ai segnali del candidato preferito e tollerandone eventuali carenze rispetto ad alternative più forti.

Queste dinamiche possono generare costi di agenzia di *tipo II* a carico dei soci non controllanti o rami familiari minoritari, che avrebbero preferito criteri maggiormente orientati ai risultati economici (Villalonga & Amit, 2006; Dyck & Zingales, 2004).

Minichilli, Nordqvist, Corbetta e Amore (2014) propongono una tassonomia di meccanismi di successione che permette di analizzare il process design come elemento

distintivo della governance familiare. Gli autori identificano tre meccanismi principali – *relay succession*, *horse race* e nomina di un CEO esterno – e mostrano che tali scelte organizzative non sono neutre, ma incidono sulla gestione dello shock associato ai cambi al vertice e sugli esiti nel post-successione. Ciò consente di collegare la successione alla corporate governance non solo come risultato, ma come strumento progettato per ridurre rischi e massimizzare benefici.

2.4.2 *RELAY SUCCESSION: CONTINUITÀ E TRASFERIMENTO GRADUALE DI COMPETENZE*

Nel *relay succession*, l'impresa identifica un erede designato, spesso un membro della famiglia, e struttura un percorso di preparazione progressiva. Tale percorso include un periodo di affiancamento al CEO uscente e la rotazione in diverse funzioni aziendali, in modo da permettere al successore di conoscere i vari reparti dell'azienda, assumere gradualmente maggiore responsabilità e iniziare a gestire autonomamente i rapporti con i vari stakeholders. In questo modo la transizione risulta meno traumatica e favorisce la continuità perché consente di trasferire conoscenze tacite e di preservare relazioni esterne, riducendo l'incertezza organizzativa. Tale soluzione è coerente con un orientamento SEW, poiché permette di preservare l'identità e la continuità familiare senza rinunciare necessariamente alla preparazione del successore. Tuttavia, la selezione anticipata può irrigidire il processo, trasformando l'investimento sull'erede in una scelta irreversibile anche qualora emergano limiti di competenza. In queste condizioni, la continuità può tradursi in un costo economico, soprattutto quando l'impresa opera in contesti dinamici e richiede capacità di cambiamento.

2.4.3 *HORSE RACE: COMPETIZIONE INTERNA E SELEZIONE DEL PROFILO MIGLIORE*

Nel meccanismo *horse race*, più candidati competono per la posizione di CEO. Tra i potenziali successori, vi sono familiari, come fratelli o cugini, o più in generale candidati interni all'organizzazione. In teoria, l'*horse race* favorisce una selezione più meritocratica, poiché la competizione crea incentivi all'investimento in capitale umano

e consente di osservare performance e capacità in contesti manageriali reali, attenuando il rischio di diritto acquisito tipico di alcune successioni dinastiche.

Tuttavia, nelle imprese familiari questo meccanismo è intrinsecamente delicato. La competizione può generare conflitti e coalizioni tra rami familiari, con potenziali ricadute negative sulla coesione e sulla governance futura. Per questo la sua efficacia richiede regole chiare, criteri di valutazione credibili e, soprattutto, un arbitro riconosciuto (spesso il CdA) in grado di contenere la conflittualità e rendere accettabile l'esito. In assenza di tali condizioni, l'*horse race* può trasformarsi in un processo distruttivo, aumentando i costi di transizione invece di ridurli.

2.4.4 NOMINA DI UN CEO ESTERNO: PROFESSIONALIZZAZIONE E AMPLIAMENTO DEL BACINO DI COMPETENZE

La nomina di un CEO esterno costituisce la soluzione più "aperta" rispetto ai confini familiari e organizzativi. Essa è spesso interpretata come scelta di professionalizzazione, volta ad ampliare il bacino di competenze e a introdurre pratiche manageriali più strutturate, soprattutto in fasi di crescita, internazionalizzazione, innovazione o ristrutturazione. In tale schema, la famiglia rimane proprietaria e spesso mantiene ruoli nel CdA o in posizioni chiave, ma delega la gestione quotidiana a un manager professionista.

Minichilli et al. (2014) evidenziano che l'*hiring* esterno può contribuire a ridurre il tipico "*succession shock*", poiché consente di selezionare profili con competenze specifiche e di introdurre capacità organizzative non sempre disponibili nel pool familiare. Tuttavia, questa scelta genera un problema di allineamento: la famiglia deve definire in modo chiaro obiettivi, confini decisionali e sistemi di controllo, evitando ambiguità che possono tradursi in conflitti tra logica economica e logica SEW. In particolare, se la famiglia continua a intervenire in modo informale e discrezionale, la delega può risultare incompleta, riducendo l'efficacia dell'*outsider* e aumentando la probabilità di turnover precoce.

2.4.5 EFFICACIA DEI MECCANISMI SUCCESSORI: RISULTATI EMPIRICI E RUOLO DELLA GOVERNANCE

L'evidenza empirica di Minichilli et al. (2014) consente di chiarire in modo diretto la rilevanza del meccanismo di successione, e non solo del profilo scelto. Utilizzando un dataset longitudinale di 1.610 osservazioni impresa-anno su imprese familiari italiane e identificando 89 eventi di successione avvenuti tra il 1998 e il 2007, gli autori stimano l'effetto dei diversi meccanismi sulla performance post-successione, misurata tramite ROA corretto per settore. Il risultato di partenza è che la successione, considerata in sé, tende a penalizzare la performance: il coefficiente della dummy di successione è pari a $-1,686$ ed è significativo. Questo conferma che il cambio al vertice produce uno shock organizzativo ed economico che, se non adeguatamente governato, può tradursi in un peggioramento dei risultati.

Su questa base, i tre meccanismi mostrano effetti positivi e differenziati rispetto a tale shock medio. Nella specifica principale riportata nella Tabella 2.4, il coefficiente del *relay succession* è $+5,031$, quello dell'*horse race* è $+7,092$ e quello della nomina di un *outside non-family incoming CEO* è $+4,723$; tutti e tre risultano positivi e statisticamente significativi. L'evidenza suggerisce quindi che i meccanismi successori non sono neutrali, ma possono attenuare il *succession shock* e migliorare gli esiti post-successione, proprio perché consentono di strutturare meglio il trasferimento di conoscenze, la selezione del candidato o l'accesso a competenze esterne.

Tuttavia, lo stesso studio mostra che tali benefici dipendono anche dal contesto di governance in cui vengono implementati. In particolare, la presenza della famiglia nel consiglio di amministrazione, misurata attraverso il *board family ratio*, riduce soprattutto l'efficacia dei meccanismi più aperti. L'interazione tra *board family ratio* e *relay succession* è negativa ma non significativa ($-2,685$), mentre l'interazione con *horse race* ($-8,118$) e con *outside non-family incoming CEO* ($-7,767$) è negativa e significativa. Ciò implica che, quando la governance è fortemente *family intensive*, i processi che richiedono apertura, comparazione tra alternative e autonomia del vertice tendono a risultare meno efficaci. La famiglia può riassorbire il potere decisionale e orientare il processo verso obiettivi di controllo e continuità che limitano la contendibilità del ruolo

e l'effettiva discrezionalità del successore. Ne deriva un'implicazione chiara: non è sufficiente scegliere un meccanismo considerato, in astratto, efficiente, ma è necessario che l'assetto di governance consenta a quel meccanismo di operare in modo credibile e sostanziale.

Tabella 2.4 Effetti dei meccanismi di successione sulla performance post-successione e ruolo moderatore del board family ratio. Fonte: adattata da Minichilli et al. (2014), Table II.

DEPENDENT VARIABLE: INDUSTRY-ADJUSTED ROA	
VARIABILE	COEFF.
SUCCESSION DUMMY	-1,686* (0,861)
RELAY SUCCESSION	5,031*** (1,946)
HORSE RACE	7,092*** (2,027)
OUTSIDE NON-FAMILY INCOMING CEO	4,723*** (1,806)
RELAY × BOARD FAMILY RATIO	-2,685 (2,762)
HORSE RACE × BOARD FAMILY RATIO	-8,118*** (2,608)
OUTSIDE CEO × BOARD FAMILY RATIO	-7,767 (2,925)
	Nota: tra parentesi sono riportati gli standard errors corretti per eteroschedasticità. ***, **, * rappresentano significatività rispettivamente pari a 1%, 5% e 10%.

I meccanismi successori rappresentano strumenti di governance attraverso cui l'impresa può ridurre i costi di transizione e mitigare il rischio di scelte subottimali. Tuttavia, la loro efficacia dipende dalla capacità della famiglia di bilanciare obiettivi SEW e obiettivi economici e, soprattutto, dalla distribuzione del potere interno, in particolare dal ruolo e dalla composizione del CdA.

2.5 *CEO temporanei e CEO placeholder come meccanismo ponte: inquadramento, funzioni e implicazioni*

Accanto ai meccanismi tradizionali di *relay succession*, *horse race* e nomina di un CEO esterno, la letteratura recente propone una distinzione più analitica all'interno delle successioni che coinvolgono un *outside CEO*. In particolare, Amore, Bennedsen, Mehrotra, Shim e Wiwattanakantang (2025) evidenziano che non tutti i *non-family CEO* svolgono una funzione "professionalizzante" in senso stretto: una quota rilevante è rappresentata dai CEO *placeholder*, ossia manager non appartenenti alla famiglia che vengono nominati alla guida dell'impresa nel momento di transizione tra due CEO familiari, tipicamente quando l'erede designato non risulta ancora pronto a subentrare. Questa configurazione risponde a una logica di controllo dinastico multi-periodo: la famiglia non sceglie soltanto "chi" guida l'impresa nel breve, ma progetta una traiettoria di leadership che consenta di preservare il controllo nel tempo, guadagnando un periodo di maturazione per la generazione successiva. (Amore et al., 2025)

Dal punto di vista definitorio, gli autori distinguono questa figura dai *professional CEO* e dai *CEO ad interim*. In particolare, i *professional CEO* sono manager non familiari chiamati a guidare l'impresa con un orizzonte non transitorio. La famiglia resta azionista di riferimento e mantiene un ruolo di indirizzo e controllo all'interno del CdA, non prevede un rientro programmato nel ruolo di CEO e, spesso, affida al manager un mandato di cambiamento, ad esempio riorganizzazione, crescita o turnaround. I *CEO placeholder*, invece, pur essendo non familiari, svolgono una funzione dinastica. Questi rappresentano una soluzione di continuità che consente alla famiglia di preservare il controllo lungo l'orizzonte generazionale, guadagnando tempo per la maturazione dell'erede e riducendo i rischi connessi a un passaggio affrettato. Infine, i *CEO ad interim* sono incarichi tipicamente molto brevi. Nello studio, per evitare sovrapposizioni concettuali, gli autori classificano come "*placeholder*" solo i *non-family CEO* con durata almeno annuale, a segnalare che non si tratta di una mera supplenza amministrativa. Inoltre, la classificazione è in parte osservabile solo ex post osservando la sequenza delle nomine, poiché raramente la famiglia comunica al mercato che il CEO non familiare è

temporaneo. Gli autori escludono anche i casi in cui lo stesso familiare rientra come CEO, interpretandoli come tentativi di professionalizzazione falliti.

L'evidenza empirica, basata su tutte le società quotate giapponesi (nel periodo 1949–2015) con focus su 1.597 successioni che seguono l'uscita di un CEO familiare/fondatore, documenta che i placeholder non sono un fenomeno marginale: rappresentano circa il 7% delle imprese familiari nel campione e circa il 28% delle nomine di non-family CEO (cioè quasi un terzo delle successioni non familiari). In termini di scala, le imprese guidate da placeholder pesano in modo non trascurabile anche su attività, ricavi e occupazione del campione, suggerendo che il meccanismo sia utilizzato anche in imprese rilevanti e non solo in contesti "minori" (Amore et al., 2025).

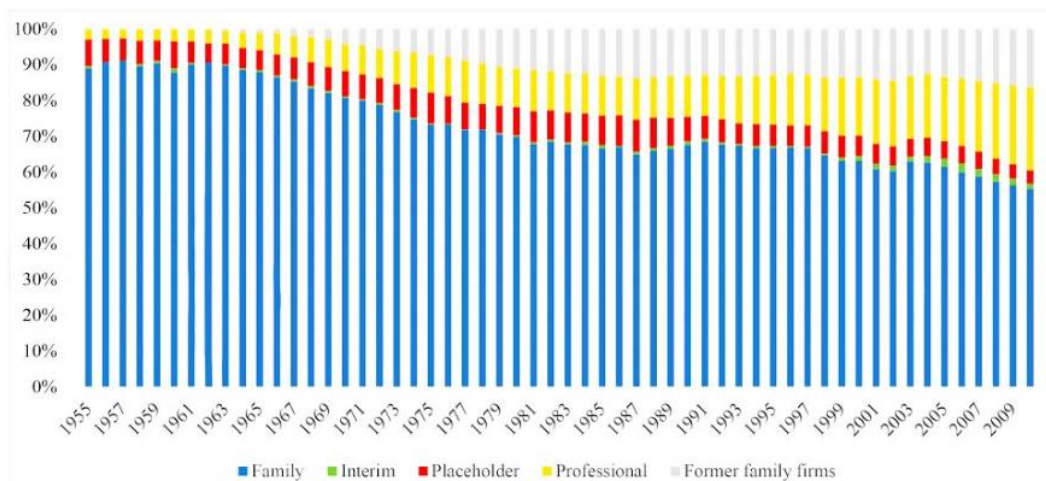


Figura 2.1 Quota di imprese familiari con differenti tipi di CEO. Fonte: Amore et al. (2025).

Sul piano delle caratteristiche individuali, i placeholder risultano sistematicamente diversi dai *professional CEO*. In media sono più anziani al momento della nomina (circa 63 anni), più frequentemente laureati in università di élite e presentano una maggiore anzianità aziendale (circa 26 anni di esperienza nella stessa impresa, maggiore rispetto a quella dei professional). Anche la durata del mandato è informativa e mostra che i *placeholder* restano in carica per circa 4,5 anni, poco più dei professional (circa 4 anni), coerentemente con l'idea di un ruolo ponte funzionale ad attendere la maturazione dell'erede. In parallelo, il presidio familiare della governance tende a rimanere forte, infatti quando l'impresa è guidata da placeholder, la presenza di un *chairman* familiare è

più frequente coerentemente con l'ipotesi che la famiglia mantenga saldamente il controllo mentre delega temporaneamente la gestione.

I determinanti della nomina rafforzano ulteriormente l'interpretazione che vede la figura del placeholder come ponte dinastico. Tali figure sono più probabili quando il CEO familiare uscente è anziano e vi sono segnali che esista un erede ma non ancora maturo, misurato dagli autori, ad esempio, dalla presenza in CdA di un familiare in una specifica fascia d'età.

Infine, emerge una differenza netta rispetto al contesto economico: i *professional CEO* sono più spesso nominati dopo underperformance (coerente con mandati di turnaround), mentre i placeholder tendono a essere nominati in fasi di buona performance, quando la famiglia vuole evitare un passaggio affrettato all'erede senza però cedere la guida stabilmente a un esterno.

In sintesi, i *CEO placeholder* possono essere interpretati come un meccanismo di *process design* che consente di:

- (i) **colmare un “gap” temporale di leadership senza cedere il controllo dinastico.** Il presupposto è la presenza di un disallineamento temporale tra l'uscita del leader familiare e la disponibilità di un erede effettivamente “maturo” per il ruolo;
- (ii) **garantire continuità operativa e stabilità delle aspettative.** Il placeholder viene spesso selezionato tra figure caratterizzate da elevata fiducia e conoscenza dell'organizzazione (ad esempio anzianità aziendale), con un profilo coerente con una gestione di continuità più che con una discontinuità strategica.
- (iii) **rendere credibile il rientro della famiglia alla guida preservando il controllo attraverso la governance.** In tale logica, la famiglia tende a rimanere saldamente al controllo (ad esempio tramite ruoli apicali in CdA), così da sostenere la temporaneità dell'incarico e la futura riallocazione del potere esecutivo.

Questa lettura amplia la tassonomia dei meccanismi successori: l'alternativa non è soltanto "family vs outsider", ma include anche configurazioni ibride in cui l'outsider è funzionale a un progetto dinastico di lungo periodo e non a una delega permanente (Amore et al., 2025).

In conclusione, questo capitolo ha inquadrato la successione del CEO nelle imprese familiari come fenomeno che combina preferenze e vincoli della famiglia proprietaria, assetti di governance e condizioni esterne, e ha mostrato come tali elementi incidano sia sulla scelta del successore (family vs outsider) sia sul disegno del processo di transizione, includendo soluzioni ibride quali i *CEO placeholder*. Poggiando su queste basi, il Capitolo 3 passa all'evidenza empirica analizzando prima la relazione turnover-performance e la risposta dei mercati in contesti diversi (Italia e Regno Unito) e poi valutando l'impatto della guida familiare sulla performance con strategie di identificazione causale e con l'analisi delle successioni di ritorno. Infine, verrà riportato un confronto tra CEO familiari e non familiari in termini di performance e stabilità, distinguendo tra *professional CEO* e CEO ponte quando rilevante.

3 Evidenza empirica del turnover nelle imprese familiari

Questo capitolo presenta e discute le principali evidenze empiriche sul turnover del CEO nelle imprese familiari, con l'obiettivo di comprendere come e quando la sostituzione del vertice si associa alla performance e in che misura la natura familiare o non familiare del CEO incida sugli esiti aziendali. L'analisi si articola attorno a quattro filoni:

- (i) la **relazione tra turnover e performance** (*turnover–performance sensitivity*), intesa come sensibilità della sostituzione del vertice a fronte di risultati deludenti;
- (ii) la **reazione dei mercati**, osservabile tramite rendimenti azionari attorno agli annunci;
- (iii) l'**impatto della nomina di un CEO familiare sulle performance**;
- (iv) il **confronto tra CEO familiari e non familiari**, includendo anche la dimensione della stabilità del vertice.

Il capitolo si apre chiarendo quali siano le principali misure di performance e quali metodologie empiriche vengano utilizzate negli studi, così da costruire una base comune per leggere in modo coerente i risultati. Su questa base, l'attenzione si sposta sul rapporto tra performance e sostituzione del CEO, mettendo a confronto evidenze provenienti da contesti istituzionali differenti e affiancando, quando possibile, le reazioni del mercato osservate in prossimità degli annunci.

Il percorso prosegue concentrandosi sulla figura del successore, discutendo come la scelta di un CEO familiare o non familiare possa riflettersi sulla performance e distinguendo tra le diverse modalità e traiettorie di successione analizzate in letteratura. Infine, lo sguardo si allarga alla stabilità del vertice, evidenziando come durata dell'incarico, probabilità di turnover e assetti di potere tendano a cambiare al variare del contesto in cui opera l'impresa.

3.1 *Misure e disegni empirici: performance, mercati ed endogeneità*

Gli studi empirici sulla successione del CEO nelle imprese familiari evidenziano un problema metodologico centrale: la selezione tra CEO familiare ed esterno è endogena e riflette condizioni economiche, vincoli di governance e obiettivi della famiglia proprietaria. Pertanto, la solidità dell'evidenza dipende non solo dai dati, ma anche dalla strategia identificativa. Di conseguenza, la letteratura integra misure contabili e di mercato² della performance e adotta disegni empirici e modelli di stima allineati alla domanda di ricerca, supportati da scelte di inferenza e verifiche di robustezza.

3.1.1 *INDICATORI DI PERFORMANCE CONTABILE*

Gli indicatori di performance contabile misurano la redditività e l'efficienza operativa realizzate dall'impresa sulla base di dati di bilancio e consentono confronti con benchmark settoriali. Sono particolarmente adatti quando l'interesse è valutare gli effetti "reali" della nuova leadership su orizzonti di medio periodo; tuttavia, possono risentire di criteri e politiche contabili, della fase del ciclo economico e di differenze strutturali tra settori. Negli articoli analizzati, i principali indicatori utilizzati sono:

- (i) **ROA / OROA / IROA**: si tratta di indicatori che rapportano la redditività operativa allo stock di risorse impiegate, migliorando la comparabilità tra imprese di diversa dimensione. In particolare, il ROA è tipicamente definito come *EBIT/Total assets*, mentre l'OROA come *EBITDA/Total assets*. L'utilizzo dell'EBITDA (in luogo dell'EBIT) enfatizza la performance operativa corrente e riduce la dipendenza da ammortamenti e politiche di contabilizzazione; al contempo, può risultare meno informativo nei settori ad alta intensità di capitale, poiché non incorpora in modo pieno il costo economico del capitale fisico;
- (ii) **ΔEBITDA**: alcuni studi utilizzano una misura basata sulla variazione dell'EBITDA tra due periodi, normalizzata rispetto alle vendite dell'anno precedente. Questo

² Una sintesi degli indicatori di performance contabili e di mercato è riportata in Appendice - Tabella

indicatore è utile per cogliere cambiamenti operativi di breve periodo ed è particolarmente impiegato in contesti in cui i dati sugli attivi possono essere meno uniformi. Il principale limite è una maggiore volatilità e sensibilità a shock transitori su ricavi e margini.

Quando l'obiettivo è comprendere i canali attraverso cui si realizza un eventuale miglioramento della redditività, la letteratura affianca al ROA misure più specifiche – quali margini operativi, costi di produzione e del lavoro, valore aggiunto, crescita dell'attivo o asset turnover – per distinguere se l'incremento di performance derivi prevalentemente da maggiore efficienza (ad esempio tramite riduzione dei costi) oppure sia associato a un'espansione degli investimenti o a un utilizzo più produttivo degli asset.

Molti studi utilizzano misure *industry-adjusted*, calcolate come scostamento rispetto a un benchmark settoriale, per separare le componenti comuni di settore da quelle idiosincratice dell'impresa. Un esempio è l'IROA, definita come ROA dell'impresa meno la mediana del ROA delle imprese appartenenti allo stesso gruppo industriale. Il vantaggio è una maggiore comparabilità tra imprese esposte a cicli settoriali diversi; il limite è che la misura dipende dalla granularità della classificazione industriale e dalla stabilità della composizione del gruppo di riferimento nel tempo.

3.1.2 INDICATORI DI PERFORMANCE DI MERCATO

Gli indicatori di mercato catturano una dimensione *forward-looking* della performance. I prezzi incorporano informazioni e aspettative degli investitori sulle prospettive future dell'impresa e, in particolare, sulla qualità della governance e sulla capacità del nuovo vertice di generare valore. Tuttavia, le variazioni di prezzo possono riflettere anche notizie concomitanti – comunicazioni sugli utili, dividendi, operazioni straordinarie o ristrutturazioni – e l'evento di turnover può essere parzialmente anticipato dal mercato, riducendo l'interpretabilità della reazione osservata al momento dell'annuncio. Le principali misure includono:

- (i) **STOCK RETURNS**: sintetizzano la valutazione degli investitori e incorporano aspettative su profittabilità e rischio. Un'ulteriore misura ricorrente è il

rendimento del titolo al netto di un indice di mercato (*market-adjusted returns*), che analizza i rendimenti rispetto ai movimenti generali del mercato. Queste misure risultano utili sia come proxy della performance “percepita” sia per studiare la relazione tra performance e turnover nelle imprese quotate. Tuttavia, su orizzonti temporali lunghi i rendimenti riflettono una pluralità di informazioni non direttamente riconducibili alla sola qualità del CEO, risultando meno adatti a identificare l’effetto puntuale dell’annuncio di successione.

- (ii) **CAR** (*cumulative abnormal returns*): viene utilizzato per misurare l’impatto informativo immediato del turnover, in finestre ristrette attorno alla data di annuncio. In una finestra breve, il CAR può essere interpretato come aggiornamento delle aspettative degli investitori sul valore dell’impresa a seguito della notizia. Il limite cruciale riguarda l’attribuzione causale: per interpretare correttamente la reazione è necessario isolare l’annuncio da altre comunicazioni simultanee. Per questo, alcuni studi distinguono tra annunci “*clean*” e annunci contaminati e adottano finestre brevi per ridurre problemi di *leakage* e *confounding*.

Le misure di mercato sono disponibili in modo sistematico solo per imprese quotate e possono dipendere anche da liquidità del titolo, qualità dell’informazione e aspettative già incorporate nei prezzi. Pertanto, in questo capitolo esse vanno interpretate come complementari alle misure contabili: chiariscono la percezione e il segnale associato alla successione, ma non sostituiscono l’analisi della performance operativa realizzata.

3.1.3 STRATEGIE EMPIRICHE E IDENTIFICAZIONE

Il problema centrale nella letteratura sul CEO turnover e sulle imprese familiari è la difficoltà di identificare effetti causali, data la natura endogena della successione, che deriva due fonti principali:

- (i) **selezione** (*selection*): la scelta tra CEO familiare e CEO esterno dipende da obiettivi e vincoli della famiglia, dalla disponibilità di candidati e dal

fabbisogno di competenze in una data fase dell'impresa. Questa è potenzialmente influenzata da fattori non osservabili (*omitted factors*), come qualità manageriale, shock di domanda e conflitti familiari, che incidono sia sulla probabilità di turnover sia sugli outcome aziendali;

- (ii) **simultaneità** (*reverse causality*): performance e turnover si determinano e influenzano reciprocamente.

Una regressione semplice tra tipologia di CEO e performance può riflettere differenze preesistenti o shock concomitanti, più che un effetto causale della successione. Per questo, i contributi qui discussi impiegano strategie empiriche complementari, combinando disegni di identificazione, modelli di stima e scelte di controllo/inferenza.

I disegni di identificazione riguardano il modo in cui si costruisce un controfattuale plausibile e si rafforza l'interpretazione causale. Gli studi utilizzano disegni difference-in-differences (DiD) per confrontare l'evoluzione della performance prima e dopo la successione tra gruppi che affrontano lo stesso evento ma seguono traiettorie alternative. Le specifiche in event-time (*leads/lags*) consentono di verificare l'assenza di divergenze pre-evento e descrivere la dinamica dell'effetto nel post. Quando la selezione non osservabile è particolarmente critica, alcuni contributi adottano strategie a variabili strumentali (IV/2SLS) per isolare una componente plausibilmente esogena della probabilità di successione familiare.

I modelli di stima dipendono dalla natura della variabile dipendente e variano in funzione dell'outcome. Per variabili dipendenti continue (come ROA, margini, costi), gli studi impiegano regressioni panel (OLS). Quando invece l'oggetto di interesse è un evento dicotomico, come il turnover o il turnover forzato, si ricorre a modelli di probabilità logit/probit, che stimano la probabilità dell'evento condizionatamente a performance e caratteristiche di governance.

Infine, per garantire un'inferenza statisticamente adeguata e verificare la stabilità dei risultati, le specifiche includono frequentemente effetti fissi di impresa, anno e, nelle versioni più restrittive *anno×settore*, così da controllare rispettivamente per

eterogeneità non osservabile time-invariant e per shock comuni o settoriali. A questi si affiancano test di robustezza, quali l'adozione di finestre temporali alternative attorno all'evento, l'esclusione di sottocampioni potenzialmente anomali, l'utilizzo di outcome alternativi e specifiche con set di controlli differenti. Lo scopo è verificare che segno, magnitudine e significatività delle stime non dipendano da una singola scelta di modellizzazione, ma risultino coerenti al variare di ipotesi ragionevoli.

In conclusione, chiarire le strategie empiriche e i problemi di identificazione è fondamentale, poiché determina l'affidabilità dell'evidenza. Data l'endogeneità legata alla successione, disegni e stime più rigorosi permettono di distinguere una semplice correlazione da un effetto realmente attribuibile al cambio di CEO. Questo passaggio rende quindi i risultati interpretabili in modo credibile e utilizzabili per sostenere il confronto tra CEO familiari ed esterni.

3.2 Turnover-performance sensitivity e la risposta dei mercati

Si parte dall'evidenza sulla sensibilità del turnover alla performance – interpretabile come meccanismo disciplinare – e si passa poi alla reazione dei mercati e agli effetti operativi successivi alla sostituzione del vertice. Il confronto tra Italia e Regno Unito è utile perché i due contesti differiscono per struttura proprietaria e grado di *market discipline*.

3.2.1 EVIDENZE IN ITALIA – BRUNELLO, GRAZIANO E PARIGI (2003): TURNOVER PERFORMANCE SENSITIVITY

Brunello, Graziano e Parigi (2003) analizzano il turnover del CEO come potenziale meccanismo disciplinare nel contesto italiano, caratterizzato da proprietà concentrata e da consigli di amministrazione spesso controllati dagli azionisti di riferimento, con benefici privati del controllo e limitata contendibilità del vertice. In questo scenario si scontrano due tendenze opposte. L'evidenza maturata in contesti più *market-oriented* suggerisce che board *insider-dominated*, in particolare quando questi includono anche il

fondatore, mostrano in media turnover più basso e minore sensibilità turnover-performance (Weisbach, 1988). Tuttavia, la forte concentrazione proprietaria attribuisce ai principali azionisti incentivi elevati al monitoraggio dei manager esterni e quindi dovrebbe aumentare la probabilità di sostituzione in presenza di underperformance.

Per chiarire l'interazione tra i due effetti, gli autori distinguono esplicitamente tra *CEO non-owner* e *CEO owner*, a seconda che sia o meno un membro della famiglia controllante. L'ipotesi è che, nel primo caso, la disciplina tramite sostituzione sia più plausibile, mentre nel secondo possano prevalere meccanismi di *entrenchment*, con minore contendibilità della posizione apicale. L'obiettivo è verificare se il turnover del vertice risponda alla performance e come tale relazione vari in funzione del ruolo proprietario del CEO.

Lo studio considera tutte le imprese quotate italiane osservabili in modo continuativo nel periodo 1988–1996, escludendo banche, assicurazioni e holding finanziarie per ragioni di comparabilità contabile, oltre a imprese statali o presenti solo per parte del periodo. La selezione conduce a un campione di 60 imprese, pari a meno di un terzo di tutte società quotate nel periodo di riferimento. Le informazioni su identità del CEO e indicatori di performance contabile provengono dal *Calepino dell'Azionista* e sono verificate tramite il *Taccuino dell'Azionista* e comunicazioni depositate presso CONSOB. La struttura proprietaria e la presenza di sindacati di voto sono ricostruite da Taccuino e CONSOB, mentre le serie storiche dei prezzi azionari e dei dividendi sono ricostruiti a partire da Sole 24 Ore e altre fonti di mercato.

La performance è misurata con una metrica contabile, il Δ EBITDA normalizzato rispetto alle vendite dell'anno precedente, e un indicatore di mercato chiamato STOCK RETURN, comprensivo di capital gain e dividendi ed espresso in termini relativi al settore.

Come riportato nella Tabella 3.1, gli episodi di turnover si verificano in 31 imprese del campione analizzato, presentando un tasso medio pari a 9,85% (su 395 osservazioni impresa-anno), mentre nelle restanti il turnover è nullo per tutto il periodo. Distinguendo le due categorie di CEO, emerge che il turnover ha un tasso medio pari a

13,29% per i *CEO non-owner* (su 272 osservazioni) e scende a quota 2,23% per i *CEO owner* (su 123 osservazioni), con differenza statisticamente significativa. Questa evidenza è coerente con l'idea che, in Italia, la disciplina del board di controllo si eserciti soprattutto sui manager esterni, mentre il CEO che coincide con il controllo beneficia di un forte scudo da sostituzione.

La presenza di un sindacato di controllo è associata descrittivamente a un turnover inferiore (7,43% con sindacato vs 10,92% senza sindacato), ma la differenza non risulta significativa ai livelli convenzionali; inoltre, le soglie di concentrazione del primo e del secondo azionista non discriminano in modo robusto i tassi di turnover.

Tabella 3.1 Turnover-rate per gruppi. Fonte: adattata da Brunello et al. (2003), Table 2.

GROUPS	TURNOVER CEO (%)	OBSERVATION (FIRM-YEAR)
ALL FIRMS	9,85	395
CEO OWNER	2,23	123
CEO NON-OWNER	13,29 (0,000)	272
WITH SYNDICATE	7,43	121
WITHOUT SYNDICATE	10,92 (0,260)	274
LARGEST SHAREHOLDER OWNS:		
> 54% OF SHARES	10,92	164
≤ 54% OF SHARES	9,09 (0,526)	231
SECOND SHAREHOLDER OWNS:		
> 9% OF SHARES	7,71	160
≤ 9% OF SHARES	11,31 (0,214)	235

La relazione turnover–performance viene stimata con un modello probit, in cui turnover del CEO è modellato attraverso una variabile dummy (*CEO TURNOVER*, con valore pari a 1 quando l'evento si verifica, 0 altrimenti) includendo dummies di anno e, nelle specifiche principali, effetti fissi d'impresa (*firm dummies*), così da sfruttare

variazione within-firm e assorbire eterogeneità non osservata time-invariant. Questa scelta rafforza l'interpretazione perché controlla per caratteristiche stabili dell'impresa, ma riduce il numero di osservazioni informative. Per ridurre la componente fisiologica dovuta a pensionamenti, gli autori restringono il campione ai CEO con età minore o uguale a 70 anni e controllano per età e *tenure* (durata del mandato), riportando gli effetti in termini di effetti marginali e *implied changes*, che rappresentano la variazione di probabilità associata a uno spostamento interquartile della covariata. Dai risultati emerge che, a parità di controlli, le performance migliori sono associate a una minore probabilità di sostituzione, mostrando una sensibilità negativa del turnover alla performance. Inoltre, nel confronto tra misure, la performance contabile risulta più informativa della misura di mercato. Una variazione interquartile verso valori più alti di performance interquartile di Δ EBITDA riduce la probabilità di turnover di circa 0,106, mentre una variazione analoga di STOCK RETURN implica un effetto più contenuto di circa 0,025.

Un secondo risultato centrale riguarda il ruolo della governance e, in particolare, lo status proprietario del CEO. La variabile *CEO OWNERSHIP* riduce la probabilità di turnover (*implied change* $\approx -0,020$), coerentemente con una minore contendibilità del vertice quando controllo e gestione coincidono. Quanto osservato finora suggerisce che, in termini di governance, ciò che conta non è tanto il grado di concentrazione di insider, ma che il CEO sia o meno parte del nucleo di controllo; inoltre, la variabile relativa al numero di incarichi esterni del CEO non risulta robusta, al contrario della *tenure* che mostra associazioni più marcate con la probabilità di turnover.

Il risultato più rilevante riguarda però l'eterogeneità. La *turnover-performance sensitivity* si concentra quasi interamente nei casi in cui il CEO è *non-owner*, mentre risulta fortemente attenuata quando il CEO coincide con il nucleo di controllo. Per i CEO *non-owner*, la probabilità stimata di turnover varia sensibilmente al variare della performance. In particolare, quando Δ EBITDA passa dal 25° al 75° percentile, la probabilità scende da 0,275 a 0,053 (*implied change* pari a $-0,222$). Per i CEO *owner*, nelle combinazioni standard riportate la probabilità risulta sostanzialmente nulla. Gli

autori evidenziano che per ottenere una probabilità diversa da zero occorrono realizzazioni di performance particolarmente sfavorevoli. Nell'esempio discusso, con Δ EBITDA al 10° percentile e rendimento azionario al valore medio, la probabilità di turnover è circa 0,008 per i *CEO owner*, contro 0,490 per i *CEO non-owner*.

In termini interpretativi, un sistema *insider-dominated* non implica necessariamente assenza di disciplina. Quando il CEO è esterno al nucleo di controllo, i grandi *insider non-CEO* possono svolgere una funzione di monitoraggio e rendere il turnover sensibile alla performance. Quando invece proprietà e controllo coincidono nel CEO (*CEO owner*), la posizione apicale risulta significativamente meno contendibile e la disciplina via turnover si indebolisce, in linea con un quadro interpretativo riconducibile a dinamiche di *entrenchment*.

Il contesto italiano e i dati disponibili limitano l'analisi su due dimensioni che diventano centrali negli studi successivi, quali la distinzione tra turnover volontario e turnover forzato e la reazione prospettica degli investitori attorno all'annuncio. Per questo, il passo successivo considera il Regno Unito, dove la maggiore "*market orientation*" e la disponibilità di dati di mercato consentono di integrare analisi disciplinare ed evidenza event-study.

3.2.2 EVIDENZE IN UK – HILLIER E MCCOLGAN (2004): DISCIPLINA MANAGERIALE E REAZIONE DEL MERCATO

Hillier e McColgan (2004) analizzano il legame tra performance, disciplina manageriale e successione del CEO nel contesto britannico, con un focus specifico sul ruolo dello status familiare del vertice. Rispetto all'Italia, il Regno Unito rappresenta un sistema relativamente più "*market-oriented*", ed è pratica comune quella di separare i ruoli di Presidente e CEO. A tal proposito, la presenza della famiglia nel controllo e/o nella gestione può generare un trade-off tra benefici di continuità e allineamento, da un lato, e rischio di minore contendibilità della carica apicale, dall'altro. L'obiettivo empirico è quindi duplice:

- (i) verificare se la **probabilità di successione forzata** (*forced turnover*) sia meno sensibile alla performance quando il CEO è familiare (ipotesi di *entrenchment*)
- (ii) valutare le **conseguenze della successione**, sia analizzando la reazione del mercato in seguito all'annuncio sia in termini di dinamica delle performance operative nel periodo successivo.

Lo studio utilizza un campione di 683 imprese britanniche, osservate nel periodo 1992–1997, con eventi di turnover misurati nel periodo 1993–1998. La numerosità si riduce a 545 osservazioni nella parte finale dell'orizzonte perché alcune imprese cessano di essere quotate. Un criterio di selezione rilevante è che le imprese rimangano quotate almeno fino al 1994, così da ridurre il rischio che lo “*status familiare*” sia il risultato di cambiamenti molto recenti.

La classificazione di “*family CEO*” poggia su criteri ricostruiti dai documenti societari ripresi da relazioni annuali e fonti pubbliche. Il CEO è considerato familiare quando è descritto esplicitamente come fondatore o discendente, quando il suo cognome coincide con quello della società e/o quando condivide il cognome con altri membri del consiglio. Vengono esclusi, invece, i casi in cui la famiglia detiene partecipazioni rilevanti ma non è presente nel board, nonché situazioni in cui il CEO gestisce l'operatività ma non siede formalmente nel consiglio. Nello specifico le fonti utilizzate sono il *The Financial Times*, rapporti del *Regulatory News Service* del Regno Unito forniti da *FT Extel News Reports*, *McCarthy's News Information Service*, *Lexis-Nexis* e i report annuali.

Tabella 3.2 Turnover del CEO analizzato per anno. Fonte: ripresa da Hillier et al. (2004), Table 1.

YEAR	NUMBER OF SAMPLE FIRMS	NUMBER OF CEO CHANGES	CEO TURNOVER RATE	NUMBER OF FAMILY CEO DEPARTURES (% OF TOTAL)	NUMBER OF FAMILY CEO APPOINTMENTS (% OF TOTAL)	NUMBER OF FAMILY CEO APPOINTMENTS (% OF FAMILY DEPARTURES)
1993	683	90	0,1318	19 (21,11%)	6 (6,67%)	3 (15,79%)
1994	683	86	0,1259	23 (26,74%)	4 (4,65%)	2 (8,70%)
1995	683	72	0,1054	18 (25,00%)	4 (5,56%)	2 (11,11%)
1996	659	85	0,1305	10 (11,76%)	2 (2,35%)	2 (20,00%)
1997	608	69	0,1135	7 (10,29%)	3 (4,41%)	1 (14,29%)
1998	545	92	0,1688	16 (17,39%)	2 (2,17%)	1 (6,25%)
TOT	3.861	494	0,1279	93 (18,86%)	21 (4,26%)	11 (11,83%)
Note: p-value del test di differenza tra gruppi tra parentesi.						

I dati riportati nella Tabella 3.2 offrono un quadro statistico dettagliato sulle successioni dei CEO. Le uscite di CEO appartenenti alla famiglia proprietaria incidono per il 18,86% (93 su 494) sul totale degli avvicendamenti osservati, ma solo nell'11,83% di questi casi la posizione viene nuovamente ricoperta da un membro della famiglia. Sotto il profilo temporale, l'analisi non evidenzia trend significativi che indichino variazioni nella frequenza delle successioni familiari durante il periodo considerato.

Per la misura del turnover, gli autori distinguono con attenzione gli episodi di successione forzata, riportati esplicitamente dalle fonti ("*fired/forced out/political reasons*"), da quelli in cui l'uscita non è accompagnata da motivazioni chiare e si osservano elementi compatibili con una rimozione non fisiologica (ad esempio età non prossima alla pensione o ritiro non annunciato con sufficiente anticipo). Inoltre, per

caratterizzare il tipo di successione, definiscono come successore esterno il CEO entrante che è in azienda da non più di 12 mesi al momento della nomina o proveniente dall'ambiente esterno.

Nell'analisi delle performance, lo studio utilizza misure contabili/operative e misure di mercato per catturare sia la redditività realizzata sia la valutazione prospettica degli investitori. Sul versante contabile, viene adottato il Return on Assets (ROA), affiancato dall'OROA definito come EBITDA sul totale attivo, e da una misura "*industry-adjusted*" (IROA), ottenuta come scostamento del ROA dell'impresa rispetto alla mediana del gruppo industriale. Sul versante di mercato, la performance è misurata tramite *market-adjusted stock price returns*, calcolati come rendimenti giornalieri del titolo lungo l'anno fiscale meno il rendimento del *FT All Share Index* sul medesimo intervallo.

Sul piano metodologico, Hillier e McColgan adottano una strategia articolata in tre parti, tra loro complementari:

- (i) stime multivariate della **probabilità di forced turnover** in funzione di performance e caratteristiche di governance, includendo il termine di interazione tra performance e status familiare per testare direttamente la diversa *turnover-performance sensitivity* nelle imprese familiari;
- (ii) un event study sulla **reazione del mercato agli annunci di successione**, che utilizza rendimenti anomali cumulati (*CAR*) attorno alla data dell'annuncio, prestando particolare attenzione agli annunci "puliti" (*clean announcements*), cioè non contaminati da altre comunicazioni rilevanti nello stesso momento;
- (iii) un'**analisi della dinamica pre/post** basata su variazioni mediane di performance e variabili reali – ad esempio vendite, occupazione e leva – effettuando test non parametrici.

I risultati convergono su tre evidenze principali.

Primo, l'ipotesi di *entrenchment* trova supporto nella dimensione "disciplinare" come si evince dalle stime multivariate. La probabilità di *forced turnover* aumenta al peggiorare della performance e varia in modo coerente con alcuni meccanismi di monitoraggio (ad

esempio il ruolo degli outsiders). L'interazione tra performance e status familiare segnala un'attenuazione della *turnover-performance sensitivity* nelle imprese con CEO familiare. Questo punto emerge con particolare chiarezza quando gli autori traducono le stime in probabilità implicite. Nel passaggio da performance azionarie molto elevate (90° percentile) a performance molto scarse (10° percentile), la probabilità implicita di *forced turnover* raddoppia nelle imprese non familiari – passando dal 6,16% al 12,21% – mentre subisce un incremento solo marginale nelle imprese familiari, in cui passa dal 3,74% al 4,12%. Il risultato è coerente con l'interpretazione secondo cui la posizione del CEO familiare risulta meno contendibile nelle fasi di underperformance, confermando l'ipotesi di *entrenchment*.

Secondo, l'event study, analizzando 494 annunci di turnover (di cui 462 con data ricostruibile in modo affidabile) e riportando risultati sia sul campione completo sia sul sottoinsieme "*clean*", mostra che i mercati tendono a reagire positivamente agli annunci di turnover, ma con forte eterogeneità per status familiare del CEO uscente e per tipo di successore. In particolare, i risultati riportati nella Tabella 3.3 relativi ai *clean announcements* sulla finestra a 7 giorni (-3, +3), mostrano che l'uscita di un *non-family CEO* genera un CAR (-3, +3) positivo ma contenuto – circa +1,16%, con significatività marginale – mentre l'uscita di un *family CEO* è associata a un CAR (-3, +3) nettamente più elevato e statisticamente più robusto che raggiunge il +3,42%. All'interno delle uscite di family CEO, la reazione è forte e significativa (circa +4,04%) quando il successore è non familiare, mentre è molto più contenuta e non significativa quando il successore è ancora familiare (circa +0,57%). Inoltre, il caso delle uscite forzate di *family CEO* mostra CAR (-3, +3) molto elevati (ordine di grandezza +15%), ma gli autori sottolineano che la significatività statistica è debole per scarsità di casi, per cui il risultato va trattato con cautela.

Tabella 3.3 Risultati event study legati all'annuncio (clean) dell'uscita del CEO. Fonte: adattata da Hillier et al. (2004), Table 6.

	N.OBS	CAR (-3, +3)	T-STAT
NON-FAMILY CEO DEPARTURE	149	1,16	1,80***
FAMILY CEO DEPARTURE	33	3,4206	2,95*
VOLUNTARY FAMILY CEO DEPARTURE	30	2,6841	2,35**
FORCED FAMILY CEO DEPARTURE	3	15,2835	1,95
FAMILY CEO DEPARTURE AND FAMILY SUCCESSOR	2	0,5706	0,75
FAMILY CEO DEPARTURE AND NON-FAMILY SUCCESSOR	31	4,0397	3,04*
	Note: *, **, *** indica significatività per la statistica t -Student rispettivamente al 1%, 5% e 10%.		

L'evidenza di mercato è coerente con l'interpretazione che la rimozione del CEO familiare, specie quando seguita dall'ingresso di un CEO non familiare, sia percepita come un segnale di miglioramento della qualità manageriale e/o di maggiore contendibilità, con effetti attesi sui flussi di cassa futuri.

Terzo, l'analisi pre/post (event-time) è coerente con le due evidenze precedenti. Il turnover è spesso preceduto da un peggioramento operativo in entrambi i gruppi, ma i segnali di miglioramento appaiono più marcati quando esce un CEO familiare. La Tabella 3.4 mostra che nel post-evento (-1, +3) la variazione mediana di IROA cresce con $\Delta(-1, +3) = +0,014$ significativo nel sottocampione family, mentre è sostanzialmente nulla per le non-family (circa -0,001). Sul lato reale, la crescita post-evento è sensibilmente più forte nel campione family, in cui le *Sales* aumentano di +0,492 (contro +0,220 nelle non-family; differenza tra gruppi significativa con $p \approx 0,013$) e *Number of Employees* cresce di +0,161 (contro +0,023 nelle non-family; $p \approx 0,044$).

Tabella 3.4 Risultati post CEO turnover. Fonte: adattata da Hillier et al. (2004), Table 7.

VARIABLE	NON-FAMILY	FAMILY CEO DEPARTURE	P-VALUE FOR TEST OF FAMILY VS. NON-FAMILY
IROA $\Delta(-1, +3)$	-0,001 (303)	0,014** (71)	0,200
SALES $\Delta(-1, +3)$	0,220* (303)	0,492* (71)	0,013
NUMBER OF EMPLOYEES $\Delta(-1, +3)$	0,023*** (303)	0,161* (71)	0,044
	Note: *, **, *** indicano significatività rispettivamente ai livelli dell'1%, 5% e 10% per un test dei ranghi con segno di Wilcoxon sui mediani. Tra parentesi è riportato il numero di osservazioni.		

La direzione dei risultati ottenuti, letta congiuntamente alla reazione positiva del mercato, supporta l'interpretazione complessiva secondo cui l'avvicendamento al vertice nelle imprese, soprattutto quando la successione introduce maggiore contendibilità.

Gli autori forniscono un quadro empirico coerente e complementare a quello italiano espresso da Brunello et al. (2003). I risultati mostrano che, anche nel Regno Unito, la relazione turnover-performance non è uniforme. La sensibilità disciplinare è più marcata quando il CEO non è protetto da legami proprietari/familiari, mentre si attenua in presenza di un vertice familiare. Il contributo di Hillier e McColgan (2004) è duplice: da un lato, focalizza l'attenzione sul *forced turnover*, avvicinando l'analisi a un concetto di disciplina "effettiva". Dall'altro, combina l'evidenza contabile con la risposta del mercato, mostrando che la rimozione di un CEO familiare è interpretata come un segnale credibile di miglioramento della governance, specie se seguita da una nomina non familiare, e permette di accedere a opportunità e risorse non pienamente sfruttate durante la gestione del CEO familiare

3.3 L'effetto del family CEO sulle performance dell'impresa

In seguito alle evidenze discusse, l'analisi ora si concentra sulle performance dell'impresa quando la guida passa nelle mani di un CEO familiare. Per tale scopo, serve individuare una strategia che separi l'effetto della scelta del CEO dalla selezione delle imprese e dal timing della successione; per questo, il contributo successivo utilizza una identificazione a variabili strumentali, che consente di stimare un effetto causale medio della successione familiare "standard".

3.3.1 L'EFFETTO DEL FAMILY CEO SULLE PERFORMANCE: EVIDENZA IV

Bennedsen, Nielsen, Pérez-González e Wolfenzon (2007) analizzano l'impatto delle successioni a favore di un CEO familiare – definito tale quando presenta legami di sangue o matrimoniali con il CEO uscente – sulle performance d'impresa, con l'obiettivo di isolare l'effetto causale della gestione familiare rispetto a quella affidata a un CEO non imparentato (*unrelated*). Il punto di partenza è che la scelta del successore è fortemente selettiva: le famiglie possono nominare un parente quando l'impresa è in condizioni favorevoli, oppure quando desiderano preservare controllo e continuità; viceversa, un CEO esterno può essere chiamato in fasi più complesse o di ristrutturazione. In assenza di una strategia identificativa, un semplice confronto OLS tra successioni familiari e non familiari rischia quindi di confondere selezione e causalità.

Lo studio è condotto su imprese della Danimarca e utilizza un database amministrativo che integra tre tipologie di fonti: dati contabili e manageriali dagli *annual report* (KOB), informazioni anagrafiche e legami familiari dal *Danish Civil Registration System* e un archivio amministrativo che consente di collegare nominativi dei manager agli identificativi personali. Il campione comprende 5.334 successioni di CEO in imprese danesi (sia private che quotate) nel periodo 1994–2002; è importante segnalare che, in parte delle analisi condotte, il numero di eventi effettivamente utilizzato si riduce per via dei requisiti di disponibilità informativa e per via delle definizioni operative adottate per verificare la transizione. Le successioni familiari rappresentano circa un terzo delle

transizioni: 1.776 su 5.334 (33,3%), e una quota rilevante riguarda i figli del CEO uscente (circa 48,6% delle successioni familiari).

La performance è misurata in termini di redditività operativa attraverso l'OROA (*Operating Return on Assets*), definito come EBIT su attivo contabile. La variabile dipendente principale è una “*variazione attorno all'evento*”, calcolata attraverso la differenza tra la media triennale della redditività operativa nei tre anni post successione (t+1; t+3) e la media triennale nei tre anni pre (t-3; t-1). L'anno della transizione è stato escluso per evitare che costi o aggiustamenti associati all'evento distorcano l'outcome. Per rafforzare la comparabilità e mitigare trend settoriali e *mean reversion*, gli autori utilizzano anche versioni *industry-adjusted* (differenza rispetto alla media del settore) e misure *industry-and-performance-adjusted*.

Sul piano metodologico, Bennedsen et al. (2007) adottano una strategia a variabili strumentali (IV) per affrontare l'endogeneità della scelta del CEO. Lo strumento scelto è il sesso del primogenito del CEO uscente, che sposta in modo plausibilmente esogeno la probabilità di una successione familiare. La frequenza di successioni familiari è pari al 29,4% quando il primogenito è femmina e 39,0% quando è maschio, mostrando una differenza di +9,6 p.p. Poiché il sesso del primogenito non dipende dalle condizioni economiche dell'impresa ma incide sulle scelte di successione – per preferenze familiari – questa variazione rafforza l'interpretazione causale dell'effetto del CEO familiare sulle performance.

I risultati riportati nella Tabella 3.5 mostrano in modo coerente che la nomina di un CEO familiare è associata a un peggioramento della redditività operativa rispetto alla nomina di un CEO non familiare. Nelle stime OLS, tale peggioramento è relativamente contenuto ed è pari a circa -0,8 / -1,4 p.p. su Δ OROA, a seconda delle specifiche. Quando l'endogeneità viene corretta tramite l'approccio IV, invece, l'effetto stimato diventa sensibilmente più ampio, mostrando un calo della redditività operativa nell'ordine di almeno -6 / -9 p.p. (in funzione delle specifiche e delle finestre considerate). La ragione per cui l'effetto IV sia più negativo dell'OLS è interpretata come evidenza di selezione. Le famiglie tendono a scegliere un successore familiare in contesti in cui l'impresa avrebbe

avuto performance relativamente migliori per motivi non osservati, così che i confronti descrittivi tendono a sottostimare il costo di performance associato alla gestione familiare.

Tabella 3.5 Effetto della nomina di un CEO familiare sulla variazione della redditività operativa (Δ OROA): confronto OLS e IV (2SLS). Fonte: adattata da Bennedsen et al. (2007), Table VI

	STIMA	OUTCOME	STRUMENTO (PER IV)	COEF. FAMILY CEO	EFFETTO (P.P.)	YEAR CONTROLS	FIRM CONTROLS
1	OLS	Δ OROA (industry-adj)	—	0,0142*** (0,0038)	-1,42	No	No
2	OLS	Δ OROA (industry-adj)	—	-0,0079** (0,0036)	-0,79	Yes	Yes
4	IV- 2SLS	Δ OROA (industry-adj)	Gender of first child (male=1)	-0,0722** (0,0317)	-7,22	No	No
5	IV- 2SLS	Δ OROA (industry-adj)	Male child indicator (≥ 1 son)	-0,0606** (0,0298)	-6,06	No	No
8	IV- 2SLS	Δ OROA (industry & performance- adj)	Gender of first child (male=1)	-0,0886** (0,0384)	-8.,6	Yes	Yes

Note: il numero di osservazioni è N= 4.692. I numeri della prima colonna fanno riferimento alle colonne (1), (2), (4), (5) e (8) della Table VI di Bennedsen et al. (2007). La variabile Family CEO = 1 se il CEO entrante è un membro della famiglia. Δ OROA è misurato come nel paper. Gli errori standard robusti sono tra parentesi. ***, ** e * indicano significatività rispettivamente al 1%, 5% e 10%.

Gli autori estendono l'analisi anche a misure alternative di performance. I risultati confermano un impatto negativo dei family CEO su indicatori contabili come net income/assets e ROCE, e non emergono segnali che la peggiore redditività sia compensata da strategie di investimento tali da ribaltare il giudizio complessivo. Analizzando la probabilità di bankruptcy/liquidation nel periodo post-successione, emerge che gli effetti possono essere più problematici in seguito a successioni familiari. Queste verifiche rafforzano l'interpretazione che l'effetto negativo non sia un artefatto

di una singola metrica e che possa avere implicazioni anche in termini di sostenibilità economica.

Per rafforzare l'interpretazione causale dei risultati, gli autori verificano la tempistica dell'effetto stimando l'impatto della successione familiare su finestre distinte (*pre, during, post*). Il differenziale di performance non emerge nella finestra pre-transizione, suggerendo l'assenza di un trend differenziale preesistente tra le imprese. Al contrario, il peggioramento associato al CEO familiare si manifesta nella finestra che include la transizione e tende a persistere nel post-successione, mostrando un recupero più lento rispetto alle transizioni non familiari. Gli autori affrontano il tema della possibile endogeneità del timing mostrando che l'effetto resta negativo anche in contesti in cui la tempistica della successione è più plausibilmente esogena. Nelle transizioni legate a eventi assimilabili a shock, come il decesso del CEO uscente, la stima indica ancora un peggioramento della redditività operativa nell'ordine di -3,7 p.p. Nelle analisi che considerano transizioni in età compatibile con il pensionamento, il divario di performance tra successioni familiari e non familiari è dell'ordine di -8,4 p.p (significativo al 5%). Tali verifiche, dunque, supportano l'idea che la divergenza di performance sia effettivamente associata alla scelta del successore e si concentri nel periodo di successione e negli anni immediatamente successivi, più che riflettere differenze preesistenti tra imprese.

Un ulteriore risultato importante riportato nella Tabella 3.6 riguarda l'eterogeneità. L'underperformance dei CEO familiari è più marcata nei contesti in cui le competenze manageriali risultano più decisive, mostrando un effetto negativo più forte nei settori ad alta crescita (-0,1211) e in quelli ad alta intensità di capitale umano, con alti salari (-0,1414) e con forza lavoro più istruita (-0,1568). Ciò è coerente con l'idea che, in tali contesti, la scelta del vertice basata su criteri non pienamente meritocratici comporti costi maggiori.

Tabella 3.6 Effetto del CEO familiare su Δ OROA: analisi di eterogeneità per caratteristiche del contesto competitivo e del capitale umano. Fonte: adattata da Bennedsen et al. (2007), Table VIII.

	HIGH GROWTH	R&D SPENDING	HIGH PER WORKER WAGES	HIGH LABOR FORCE SCHOOLING LEVELS	HIGH OUTPUT VOLATILITY
FAMILY CEO	-0,1211** (0,0606)	-0,1191 (0,076)	-0,1414** (0,0668)	-0,1568** (0,0656)	-0,1330** (0,0636)
NUMBER CEO TRANSITIONS	2.312	2.012	2.045	1.882	2.015
<p>Note: le stime riportate sono IV-2SLS dell'effetto di Family CEO su ΔOROA come definita nel paper). Family CEO è un indicatore che vale 1 se il CEO entrante è un membro della famiglia. L'identificazione segue il paper e utilizza come strumento il gender of the first child (male=1). Tutte le specifiche includono year controls e firm controls come nel paper. Gli standard errors robusti sono tra parentesi. ***, ** e * indicano significatività rispettivamente al 1%, 5% e 10%.</p>					

Su queste basi, gli autori documentano anche differenze nelle caratteristiche osservabili dei CEO entranti. I valori riportati nella Tabella 3.7 mostrano che in media, rispetto ai successori familiari, i CEO non familiari presentano più spesso esperienza pregressa nel ruolo di CEO (0,2853 vs 0,1543) e livelli di istruzione superiori (anni di *schooling* 13,677 vs 12,659; frequenza di *college/graduate program* 0,4511 vs 0,2787).

Tabella 3.7 Caratteristiche osservabili dei CEO entranti (media, differenze e stime IV-2SLS). Fonte: adattata da Bennedsen et al. (2007), Table X.

FEATURES	FAMILY	UNRELATED	DIFFERENCE	IV-2SLS
CEO PREVIOUSLY HELD A CEO POSITION	0,1543 (0,0086)	0,2853 (0,0076)	- 0,131*** (0,0114)	- 0,242* (0,130)
CEO PREVIOUSLY HELD A BOARD POSITION	0,2410 (0,0102)	0,3125 (0,0078)	- 0,072*** (0,0128)	- 0,048 (0,139)
NUMBER OF YEARS OF SCHOOLING BY CEO	12,659 (0,0595)	13,677 (0,0491)	- 1,018*** (0,0771)	- 1,992** (0,818)
CEO ATTENDED COLLEGE OR A GRADUATE PROGRAM	0,2787 (0,0107)	0,4511 (0,0085)	- 0,172*** (0,0137)	- 0,306** (0,144)
<p>Note: la colonna Difference riporta la differenza tra le medie (Family – Unrelated) con relativo errore standard. La colonna IV-2SLS riporta la differenza stimata tramite 2SLS, dove la probabilità di nomina di un CEO familiare è identificata utilizzando come strumento il sesso del primogenito del CEO uscente (male=1). Gli standard errors robusti sono riportati tra parentesi. ***, ** e * indicano significatività rispettivamente al 1%, 5% e 10%.</p>				

Queste differenze sono statisticamente significative e sono coerenti con l'idea che una minore dotazione media di competenze ed esperienza manageriale tra i successori familiari possa contribuire al peggioramento della redditività operativa osservato nel post-successione.

Nel complesso, Bennedsen et al. (2007) forniscono una delle evidenze più solide in letteratura sull'impatto dei CEO familiari sulle performance; correggendo la selezione nella scelta del successore, gli autori mostrano che le successioni familiari causano un peggioramento significativo della redditività operativa attorno alla transizione. Le stime indicano che le successioni familiari "standard" comportano, in media, un costo di performance attorno alla transizione, particolarmente elevato nei contesti in cui la

qualità manageriale è più critica; tale risultato è coerente con differenze osservabili nelle competenze dei successori familiari rispetto agli esterni.

Questo risultato, tuttavia, non implica che tutte le successioni familiari siano uguali: una parte della letteratura recente evidenzia che l'impatto della guida familiare dipende dalla traiettoria di successione e dal grado di professionalizzazione già incorporato nell'organizzazione. In tale prospettiva, diventa rilevante analizzare i casi in cui la famiglia rientra alla guida dopo una fase di gestione professionale non familiare (successioni *Type-R*), che rappresentano un test diretto dell'eterogeneità del "*family effect*".

3.3.2 *SUCCESSIONI TYPE-R: RITORNO DEL CEO FAMILIARE AL CONTROLLO*

Amore et al. (2021) analizzano una forma di ricambio al vertice tipica delle imprese familiari "mature", in cui, dopo una fase di guida affidata a un CEO non familiare, la famiglia riprende il controllo esecutivo nominando un CEO familiare: gli autori definiscono queste transizioni *returning family successions* o successioni *Type-R*. Rispetto alla letteratura tradizionale, spesso focalizzata su successioni "standard" in cui il CEO uscente è familiare, l'argomento teorico è che l'uscita di un CEO professionista segnala un precedente processo di professionalizzazione. In tale contesto, un CEO familiare può riattivare risorse intangibili proprie della famiglia – nome e reputazione, capitale sociale, network relazionali e conoscenza tacita – senza necessariamente incorrere nelle distorsioni tipicamente associate a un nepotismo "puro". L'obiettivo empirico è quello di stimare l'effetto del rientro della famiglia sulla performance confrontando, a parità dell'evento "uscita di un CEO non familiare", le imprese che nominano un CEO familiare (*Type-R*) con quelle che scelgono un altro CEO non familiare (continuità professionale), in modo da isolare l'effetto del "ritorno" della famiglia rispetto all'alternativa immediata più plausibile.

L'analisi si concentra su un campione di 489 imprese familiari italiane (su un totale di 2.688 osservazioni impresa-anno) con ricavi superiori a 20 milioni di euro, che sperimentano la partenza di un CEO professionista non familiare nel periodo tra il 2000 e il 2016. Per imprese familiari, gli autori intendono quelle in cui una famiglia è azionista

di controllo con almeno 50% dell'equity oppure il 25% nel caso di imprese quotate (nel campione ce ne sono 24). I dati su proprietà, board ed executive provengono dalla *Camera di Commercio* italiana, mentre i dati economico-finanziari sono estratti dal dataset AIDA. Nel campione, le successioni *Type-R* rappresentano circa il 42% dei casi.

Gli autori documentano le caratteristiche dei CEO entranti (familiari e non) confrontandole con quelle dei CEO uscenti. I CEO familiari entranti hanno un'età media pari a 54 anni e sono donne in circa il 20% dei casi; inoltre, nell'11% dei casi coincidono con il fondatore o con un ex CEO e nel 16% dei casi risultano tra i sette maggiori proprietari familiari, segnalando che spesso il "ritorno" riguarda profili già rilevanti nella storia e nella struttura proprietaria dell'impresa. Rispetto ai CEO professionisti uscenti – che presentano età media di circa 62 anni e sono donne nel 12% dei casi – i CEO familiari entranti risultano significativamente più giovani e con maggiore probabilità di essere donne. Quando invece l'impresa nomina un nuovo CEO non familiare, l'età media dell'entrante è circa 55 anni (sostanzialmente allineata a quella dei familiari entranti) e la quota di donne è circa il 10% (simile agli uscenti e inferiore a quella dei familiari). Il dato interessante è relativo alla *tenure* (durata del mandato) dei CEO non familiari uscenti, che si assesta su una media di sette anni, testimoniando che si tratta di figure rilevanti all'interno dell'azienda e non di semplici figure di "ponte".

Lo studio ruota attorno a tre ipotesi che gli autori vogliono dimostrare:

IPOTESI 1: Successioni *Type-R* sono positivamente associate alle prestazioni aziendali.

Le aziende familiari che nominano un membro della famiglia dopo un periodo di leadership professionale hanno già dimostrato un atteggiamento positivo verso la selezione di un manager competente. Di conseguenza, è plausibile considerare che i nuovi arrivati CEO familiari siano in grado di sfruttare i vantaggi della professionalizzazione e aggiungere le proprie competenze nell'interesse dell'azienda con un'ottica di lungo periodo.

IPOTESI 2: L'effetto sulle performance delle successioni *Type-R* è moderato negativamente dalla volatilità del settore.

Gli studi sul turnover dei CEO hanno evidenziato che l'impatto della successione del CEO sulle performance aziendali è condizionato dalla stabilità del settore (Tushman & Rosenkopf, 1996; Virany, Tushman e Romanelli, 1992). Si nota che, nei settori più volatili, le risorse immateriali sono meno determinanti e si tende a prediligere prodotti nuovi e differenziati; la novità è più apprezzata in tali contesti e di conseguenza la tradizione viene messa da parte (D'Aveni, 2010; Datta & Guthrie, 1994; Datta & Rajagopalan, 1998).

IPOTESI 3: Il vantaggio prestazionale delle successioni *Type-R* è moderato negativamente dalla presenza di input innovativi (R&S/pubblicità) pre-successione.

Nelle aziende in cui il CEO professionista, prima della sua partenza, ha investito progetti avanzati e ad alta intensità di conoscenza, caratterizzati da rischiosità ed incertezza, l'arrivo di un CEO professionista piuttosto che di uno familiare è ritenuto più idoneo a comprendere la natura tecnologica delle attività iniziate dal predecessore, grazie alle maggiori competenze tecniche e propensione al rischio (Bloom & Van Reenen, 2007).

Per misurare la performance, gli autori utilizzano principalmente il ROA con trimming dell'1% alle code per contenere l'influenza di outlier. Nelle descrittive pre/post gli autori utilizzano anche una misura *industry-adjusted*, mentre nelle regressioni principali stimano il ROA non aggiustato includendo effetti fissi idonei a controllare per shock e trend settoriali. Per verificare la comparabilità ex ante dei gruppi, gli autori confrontano le caratteristiche delle imprese un anno prima della successione, dalle quali emergono differenze significative soprattutto nella dimensione (le imprese in cui si verifica la *Type-R* risultano in media più piccole) e, più marginalmente, nella quota di donne tra gli executive. Le altre variabili risultano sostanzialmente bilanciate, riducendo la preoccupazione che l'effetto sia guidato da differenze preesistenti osservabili.

L'identificazione si basa su un disegno difference-in-differences che sfrutta l'uscita del CEO non familiare come evento comune e confronta l'evoluzione della performance prima e dopo tra i due percorsi di successione. Il trattamento è una dummy *Type-R* con valore 1 se entra un CEO familiare dopo l'uscita del CEO non familiare e 0 se entra un altro CEO non familiare. La dummy *Post* (anni successivi vs precedenti) è utilizzata per catturare la dimensione temporale, escludendo l'anno della successione. L'effetto di interesse è rappresentato dall'interazione *Post* × *Type-R*.

Le evidenze descrittive pre/post (su ROA *industry-adjusted*) riportate nella Tabella 3.8 mostrano che nel pre le performance non differiscono in modo significativo, mentre nel post il ROA cresce per le imprese *Type-R* e resta sostanzialmente invariata per le imprese che proseguono con un CEO non familiare, generando una differenza-nelle-differenze positiva.

Tabella 3.8 Differenza nelle performance intorno alla successione del CEO. Fonte: ripresa da Amore et al. (2021), Table 6.

	TYPE-R SUCCESSION	NON-FAMILY SUCCESSION	DIFFERENCE (2) - (1)
PRE (1)	0,002	0,011	0,009 (0,140)
POST (2)	0,013	0,009	-0,004 (0,575)
DIFFERENCE (2) - (1)	0,011 (0,021)	-0,001 (0,846)	0,012 (0,077)
	Note: confronti tramite t-test della media del ROA industry-adjusted per entrambi i tipi di successione pre e post. Tra parentesi il p-value.		

Le regressioni DiD confermano e rafforzano questa evidenza: nella specifica principale con controlli completi ed effetti fissi *anno*×*settore*, il coefficiente di *Post* × *Type-R* è pari a 0,0154 ($p = 0,016$), cioè circa +1,5 p.p. di ROA rispetto alla situazione di continuità professionale. Considerando un ROA medio pari all'8,7%, l'ordine di grandezza equivale a un miglioramento di circa il +18% di redditività relativa, economicamente rilevante.

Le stime in event-time non evidenziano divergenze significative nel pre-evento e mostrano un effetto che emerge nel post e si consolida negli anni successivi, in linea con l'ipotesi di trend paralleli.

Gli autori mostrano, inoltre, che l'effetto non è uniforme. Il vantaggio delle *Type-R* si attenua nei settori più volatili (interazione negativa con la volatilità dei ricavi settoriali: $Post \times Type-R \times Industry\ volatility = -0,0378$, $p = 0,002$) e viene sostanzialmente annullato quando l'impresa presenta input innovativi immediatamente prima della successione, misurati come spese positive di R&D/advertisement nell'anno precedente (circa un quarto del campione; interazione $-0,0252$, $p = 0,041$). Ciò è coerente con l'idea che in contesti più *technology-intensive* il rientro familiare catturi meno del potenziale rispetto a contesti meno complessi.

Per chiarire i canali che contribuiscono al miglioramento del ROA, nella Tabella 3.9 vengono analizzati una serie di outcome alternativi come variabili dipendenti. I risultati indicano innanzitutto un miglioramento della redditività "sui ricavi", con un aumento dell'*operating margin* aumenta di circa +2,4 p.p. e soprattutto una riduzione dei *production costs* e dei *labor costs* rispettivamente di circa -2 e -7 p.p. Al contrario non emergono variazioni robuste su *asset growth* e *asset turnover*. Coerentemente, gli autori riportano anche che, in analisi non tabulate, l'impatto su M&A e su politiche finanziarie (debito e cassa) è generalmente nullo.

Tabella 3.9 Altre variabili dipendenti. Fonte: adattata da Amore et al. (2021), Table 12.

DEPENDENT VARIABLE	POST×TYPE-R (COEF)	P-VALUE
OPERATING MARGIN	0,0241	0,065
PRODUCTION COSTS (LOG)	-0,0198	0,029
LABOR COSTS (LOG)	-0,0771	0,045
VALUE ADDED	0,0934	0,117
ASSET GROWTH	-0,0460	0,316
ASSET TURNOVER	0,0688	0,232

Un'ulteriore estensione indica che, sebbene il rientro del fondatore mostri stime più elevate, le differenze non risultano chiaramente statisticamente significative rispetto al

rientro di altri familiari, e analogamente l'effetto non cambia in modo netto quando il rientrante era già grande proprietario. Il vantaggio fornito dalla successione *Type-R*, dunque, non sembra dipendere in modo univoco dall'identità specifica del familiare, ma dalla traiettoria di rientro in un'organizzazione già professionalizzata.

L'evidenza riportata è coerente con l'interpretazione degli autori. Nelle imprese familiari già professionalizzate, il rientro di un CEO familiare è associato a un miglioramento della performance che opera prevalentemente attraverso un canale di efficienza, in particolare tramite la riduzione dei costi operativi piuttosto che un'espansione degli investimenti o un uso più produttivo degli asset. L'effetto, tuttavia, non è uniforme e si attenua in settori più volatili e in presenza di input innovativi pre-successione, in cui sono necessarie competenze tecniche aggiornate e una maggiore tolleranza al rischio. In questa prospettiva, le *Type-R* rappresentano un caso in cui la leadership familiare può creare valore quando si innesta su assetti organizzativi già professionalizzati, distinguendosi dalle successioni familiari standard discusse in precedenza.

3.3.3 CONCLUSIONI CAPITOLO

Gli studi analizzati mostrano che il CEO turnover nelle imprese familiari non produce effetti univoci, ma dipende dalla contendibilità del vertice e dal rapporto tra gestione e controllo.

Brunello et al. (2003) analizzano le differenze tra *CEO owner* e *CEO non-owner*. L'evidenza mostra una differenza netta relativa al tasso di turnover medio, con i *CEO non-owner* molto più esposti al ricambio, evidenziando che la disciplina del board si esercita in misura maggiore quando il CEO non coincide con il nucleo proprietario. La stessa idea trova conferma anche nell'analisi della *turnover-performance sensitivity*. Per i *CEO non-owner* la relazione è negativa e indica che quando la performance migliora la probabilità di turnover si riduce nettamente. Per i *CEO owner*, invece, l'effetto della performance resta molto più debole e diventa visibile soprattutto nei casi estremi di risultati

fortemente negativi. Nel complesso, è una dinamica coerente con l'ipotesi di entrenchment nelle imprese a proprietà concentrata.

Muovendo verso contesti più *market-oriented*, Hillier et al. (2004) arrivano a un risultato che va nella stessa direzione. Nelle imprese non familiari, il turnover forzato è più probabile ed è anche più sensibile alla performance rispetto alle imprese familiari, nelle quali la carica di CEO appare meno contendibile. Inoltre, analizzando la reazione del mercato in seguito agli annunci di successione, emerge che gli investitori interpretano tali annunci come segnali informativi. In particolare, gli investitori reagiscono positivamente e tale reazione è maggiore quando il CEO uscente è familiare, con ulteriore incremento quando il CEO entrante è esterno. Questo risultato suggerisce che gli investitori associano il cambiamento al vertice a un possibile rafforzamento della disciplina manageriale e, in alcuni casi, a un miglioramento atteso della qualità della gestione.

Quando l'analisi si sposta agli effetti della nomina sulla performance, l'evidenza suggerisce che la leadership familiare non ha un impatto uniforme. Utilizzando una strategia IV per correggere l'endogeneità della scelta del CEO, Bennedsen et al. (2007) mostrano che la nomina di un CEO familiare è associata a un peggioramento della redditività operativa, con una riduzione di circa 6-9 punti percentuali di Δ ROA. L'effetto stimato con IV risulta ancora più negativo di quello OLS, suggerendo che i confronti più semplici tendono a sottovalutare il costo della successione familiare standard. In altre parole, la leadership familiare non appare di per sé un vantaggio, soprattutto quando la scelta del successore restringe il bacino di competenze disponibili.

La situazione cambia quando vengono considerati i casi di rientro dei CEO familiari dopo una fase di professionalizzazione. In particolare, i risultati tornano a essere positivi, con un miglioramento del ROA di circa 1,5 punti percentuali rispetto ai casi di continuità con un CEO professionale. Questo suggerisce che la professionalizzazione non rappresenta necessariamente un'alternativa alla famiglia, ma può diventare una fase utile a preparare un successivo rientro familiare in condizioni più favorevoli. In questo senso, il ritorno del CEO familiare sembra funzionare meglio quando si innesta su

un'organizzazione che nel frattempo ha già rafforzato competenze e strutture manageriali. Resta però un effetto non generalizzabile, perché tende ad attenuarsi nei contesti più volatili o a più alta intensità innovativa.

Il capitolo mostra quindi che il turnover è davvero disciplinante soprattutto quando il CEO non coincide con il controllo proprietario, che le successioni familiari standard possono comportare costi di performance e che la leadership familiare può tornare efficace quando rientra in un'impresa già passata attraverso una fase di professionalizzazione.

4 L'effetto della successione del CEO nelle politiche di investimento: evidenze per traiettoria

Questo capitolo conclude l'analisi della successione del CEO nelle imprese familiari estendendo il confronto tra CEO familiari e CEO non familiari alla dimensione delle politiche di investimento e di crescita. Le imprese familiari rappresentano un contesto peculiare per studiare le strategie di investimento, poiché la struttura di controllo e gli obiettivi del nucleo proprietario tendono a incidere direttamente sulle scelte di allocazione del capitale. La governance non determina soltanto la distribuzione del potere decisionale, ma influenza anche la selezione di progetti e iniziative di crescita: investimenti tangibili (CAPEX), investimenti intangibili e innovazione (R&S e output innovativi come brevetti e citazioni), crescita esterna tramite acquisizioni o diversificazione, e scelte finanziarie che condizionano la capacità di investire.

Tale relazione emerge con particolare evidenza quando si verifica un ricambio al vertice. La successione del CEO non produce effetti solo sulla governance, ma può trasmettersi alle strategie di investimento modificando priorità, orizzonte temporale e profilo di rischio delle decisioni: quali progetti finanziare, con quale intensità e con quali criteri di selezione. Inoltre, questi effetti non dipendono esclusivamente dalla tipologia di CEO, ma anche dalla direzione della traiettoria successiva. Un passaggio da CEO familiare verso un CEO esterno può essere associato a una scelta di riassetto e di riallocazione del capitale. Al contrario, il passaggio inverso da un CEO esterno verso un CEO familiare – inclusi i casi di “rientro” familiare dopo una fase di professionalizzazione – può riflettere la volontà di un riallineamento a obiettivi di continuità e controllo, con implicazioni sulla composizione del portafoglio di investimenti e sulla qualità dell'investimento.

Alla luce di queste considerazioni, il capitolo si pone l'obiettivo di valutare l'effetto della tipologia di CEO sulle strategie di investimento e di crescita dell'impresa e come tale effetto cambia quando si verifica la successione, distinguendo le diverse traiettorie di transizione.

4.1 Investimenti e crescita nelle imprese familiari: panoramica empirica

Prima di entrare nelle evidenze legate alle transizioni del CEO, è utile fornire una panoramica empirica sulle strategie di investimento e crescita nelle imprese familiari e sulle differenze rispetto alle imprese non familiari.

Questa sezione intende chiarire come tendono a differire il livello e la composizione dell'investimento (CAPEX e R&S), la capacità di trasformare input innovativi in output e le strategie di crescita esterna, così da interpretare in modo più rigoroso i risultati legati alle successioni.

4.1.1 LIVELLO E COMPOSIZIONE DELL'INVESTIMENTO: CAPEX E R&S (ANDERSON, DURU E REEB, 2012)

Un riferimento centrale per descrivere le politiche di investimento nelle imprese familiari è lo studio condotto da Anderson, Duru e Reeb (2012), i quali analizzano un campione di 2.000 imprese statunitensi – escludendo le finanziarie e le *utilities* – nel periodo 2003–2007, distinguendo imprese familiari e non familiari e misurando l'investimento di lungo periodo come $(R\&S + CAPEX) / Totale\ Attivo$.

Sul piano descrittivo, nel campione l'investimento totale medio è pari a circa il 9,39% dell'attivo, con una composizione media di circa 67,80% in CAPEX e 32,20% in R&S. Nel confronto tra i due tipi di impresa, emerge una differenza contenuta in termini di livello di investimento: le imprese familiari allocano in media il 9,01% dell'attivo a investimenti di lungo periodo contro il 9,62% delle imprese non familiari. La differenza risulta più netta in merito alla composizione degli investimenti: le imprese familiari destinano una quota maggiore a CAPEX (73,54% vs 64,27%) e una quota minore a R&S (26,46% vs 35,73%).

Queste evidenze sono coerenti con i risultati multivariati: controllando per caratteristiche di impresa e vincoli finanziari, gli autori trovano che le imprese familiari impegnano circa 7,50% in meno (sul totale attivo) in investimenti di lungo periodo rispetto alle non familiari. I risultati precedenti relativi alla scomposizione dell'investimento vengono confermati e mostrano che le imprese familiari allocano più

capitale verso CAPEX, restringendo gli investimenti in R&S a cui destinano circa il 31,05% in meno di capitale rispetto alle imprese non familiari.

Questi risultati sono coerenti con una lettura “conservativa” delle imprese familiari: la concentrazione della ricchezza familiare può tradursi in una preferenza per investimenti relativamente meno incerti (CAPEX) e in una minore esposizione alla R&S. Tuttavia, gli autori sottolineano anche che ciò può essere dovuto a una maggiore efficienza dell’investimento, favorita da un monitoraggio proprietario più intenso.

4.1.2 INNOVAZIONE E STABILITÀ DEGLI INVESTIMENTI IN R&S

La dimensione dell’innovazione è particolarmente informativa poiché concentra i trade-off tra rischio, orizzonte temporale e discrezionalità manageriale. Quando l’analisi si sposta dall’input innovativo (spesa in R&S) all’output innovativo (brevetti, citazioni, nuovi prodotti), l’evidenza mostra che le differenze tra imprese familiari e non familiari riguardano anche l’efficacia con cui l’input viene convertito in risultati.

Duran et al. (2016), tramite una meta-analisi basata su 108 studi primari condotti in 42 paesi nel periodo che va dal 1981 al 2012, stimano congiuntamente la relazione tra impresa familiare, *innovation input* e *innovation output* utilizzando un approccio di *meta-analytic structural equation modeling (MASEM)*. Attraverso la combinazione delle evidenze dei singoli studi in un unico framework input-output, gli autori ottengono coefficienti medi (*pooled*) comparabili tra contesti e misure.

I risultati riportati nella Tabella 4.1 mostrano un effetto medio negativo tra impresa familiare e *innovation input* ($b = -0,03$; $p < 0,01$) ma un effetto positivo sull’*innovation output* ($b = +0,03$; $p < 0,01$). Inoltre, viene evidenziata una forte eterogeneità legata al tipo di CEO: quando l’impresa familiare è guidata da un CEO familiare diverso dal fondatore, l’input innovativo diminuisce ulteriormente ($b = -0,04$; $p < 0,01$) e l’output risulta significativamente più alto ($b = +0,09$; $p < 0,01$). Nel caso del fondatore, invece, seppur presenta un input più alto ($b = +0,06$; $p < 0,01$), l’output risulta significativamente più basso.

Tabella 4.1 Risultati MASEM, Fonte: adattata da Duran et al. (2016), Table 3a–3c.

PANEL	PREDICTOR	INNOVATION INPUT	INNOVATION OUTPUT
POOLED (MASEM)	Family firm	-0,03 (-4,96)**	0,03 (4,31)**
	Innovation input → Innovation output		0,13 (22,41)**
	Harmonic mean	26.376	26.376
	N (firms observed)		
FAMILY CEO (MASEM)	Family CEO	-0,04 (-3,75)**	0,09 (8,18)**
	Innovation input → Innovation output		0,14 (13,10)**
	Harmonic mean	8.611	8.611
	N (firms observed)		
FOUNDER CEO (MASEM)	Founder CEO	0,06 (5,52)**	-0,09 (-8,47)**
	Innovation input → Innovation output		0,14 (13,26)**
	Harmonic mean	5.377	5.377
	N (firms observed)		
Note: t-values tra parentesi. ** indica $p < 0,01$.			

La letteratura segnala inoltre che l'innovazione è funzione anche del rischio e della stabilità della spesa in R&S. Chrisman e Patel (2012), analizzando un campione di 964 imprese pubbliche dello S&P 1500 nel periodo 1998-2007, mostrano che nelle imprese familiari gli investimenti non variano in modo lineare, ma reagiscono alla distanza tra performance e aspirazioni, influenzando sia il livello sia la variabilità della spesa nel tempo.

In uno studio successivo condotto su un campione di 847 imprese osservate per 10 anni, gli autori chiariscono che tale logica può tradursi in una strategia di *risk abatement* nella composizione del portafoglio innovativo. Quando la performance è sopra le aspirazioni, le imprese familiari tendono a orientare la R&S verso attività più *exploitative*, associate a esiti più affidabili e meno rischiosi; viceversa, quando la performance è sotto

le aspirazioni, aumenta il peso di attività più *exploratory*, con risultati potenzialmente più elevati ma anche più incerti e volatili (Patel e Chrisman, 2014).

Ne segue un'implicazione rilevante per le transizioni al vertice: i cambi di CEO possono riflettersi non solo in variazioni nel livello della R&S, ma anche in una riallocazione del profilo di rischio dell'innovazione (selettività, *exploitative vs exploratory*) e nella stabilità degli investimenti, a seconda della direzione della successione e del mandato attribuito al nuovo management.

4.1.3 STRATEGIE DI CRESCITA E RIALLOCAZIONE: DIVERSIFICAZIONI E ACQUISIZIONI

Le decisioni di crescita non si esauriscono con gli investimenti relativi a CAPEX e innovazione, ma includono scelte di riallocazione strategica del portafoglio di attività, come diversificazione e acquisizioni. La letteratura evidenzia che le differenze tra imprese a controllo familiare e imprese non familiari emergono soprattutto nella selezione del rischio e nella distanza, sia essa geografica, culturale e organizzativa, delle iniziative ritenuta gestibile.

Gómez-Mejía, Makri e Larraza-Kintana (2010), analizzando un campione di 360 imprese (di cui 160 familiari), mostrano che il controllo familiare è associato a una crescita più selettiva. In media, le imprese familiari tendono a diversificare meno rispetto alle non familiari, soprattutto lungo direttrici che aumentano complessità e incertezza. Inoltre, quando diversificano, risultano relativamente più orientate verso opzioni domestiche e, nel caso di espansione internazionale, verso contesti culturalmente più vicini, coerentemente con un atteggiamento di maggiore cautela rispetto a iniziative lontane e difficili da monitorare.

L'evidenza suggerisce che, al crescere della distanza e del rischio associato alla riallocazione, le famiglie riducono la propensione a strategie di diversificazione aggressive e privilegiano scelte compatibili con il mantenimento della capacità di monitoraggio e influenza sulle decisioni chiave. Questo risultato è coerente con una

maggior cautela verso iniziative distanti e difficili da monitorare, soprattutto quando aumentano complessità e rischio.

Nel complesso, la letteratura suggerisce che le imprese familiari differiscano dalle non familiari soprattutto nella composizione dell'investimento (CAPEX vs R&S), nella possibile divergenza tra *innovation input* e *output* e nella maggiore selettività della crescita esterna. Tuttavia, queste evidenze sono in larga parte "statiche", perché confrontano assetti medi di governance e leadership. La sezione successiva adotta invece una prospettiva dinamica, analizzando come tali scelte cambino quando si verifica la successione del CEO, distinguendo le principali traiettorie.

4.2 Effetti della successione sugli investimenti: evidenza empirica dallo studio di Lin (2025)

Dopo aver analizzato le differenze nelle strategie di investimento tra imprese familiari e non familiari, in questa sezione viene utilizzato lo studio di Lin (2025) come riferimento empirico per descrivere come la successione al vertice influenzi le politiche di investimento nelle imprese familiari (in particolare CAPEX e R&S). L'obiettivo è isolare l'effetto della successione come evento e verificare se tale effetto cambi al variare della traiettoria di successione, distinguendo i passaggi verso una leadership familiare di seconda generazione dai passaggi verso un CEO esterno.

4.2.1 DATI E CAMPIONE

Lin (2025) utilizza un set di dati provenienti dal database CSMAR (*China Stock Market Accounting Research*) relativi alle imprese quotate sulle borse di Shanghai e Shenzhen. L'analisi copre il periodo che va dal 2016 al 2023: l'esclusione degli anni precedenti è motivata dall'instabilità che ha investito il mercato cinese nel 2015, che potrebbe distorcere la relazione tra caratteristiche d'impresa e politiche di investimento.

Il campione finale comprende 3.722 imprese familiari per un totale di 10.904 osservazioni impresa-anno. Da questo sono state escluse le imprese finanziarie e quelle

classificate *ST* o **ST* (*Special Treatment*, categorie di borsa che segnalano società con condizioni anomale o deteriorate e soggette a vincoli regolamentari più stringenti), oltre alle osservazioni con dati mancanti. Per limitare l'influenza degli outlier, le variabili continue principali sono winsorizzate all'1% in entrambe le code.

All'interno del campione, entro il 2023, le imprese che sperimentano la successione sono in totale 531. La distribuzione dell'evento lungo il periodo di osservazione risulta relativamente regolare.

4.2.2 VARIABILI E MISURE OPERATIVE

Per misurare l'effetto della successione sulle politiche di investimento, Lin (2025) utilizza due variabili dipendenti che esprimono rispettivamente l'investimento in capitale fisico e l'investimento in innovazione, così definite:

- (i) **Capital**: misura l'intensità di investimento in capitale fisico, espressa come $(CAPEX / Totale\ Attivo)$. Nel lavoro, il CAPEX è inteso come l'ammontare di risorse destinate all'acquisizione, manutenzione e miglioramento di attività a lungo termine. Si tratta quindi di spese con orizzonte pluriennale, utili a cogliere le prospettive di investimento di lungo periodo delle imprese.
- (ii) **RD**: misura l'intensità di investimento in ricerca e sviluppo, espressa come $(R\&S / Totale\ Attivo)$. La spesa in R&S è da considerarsi un importante indicatore di investimenti di lungo periodo legati al progresso tecnologico e all'aggiornamento di prodotti e processi, con potenziali effetti su vantaggi competitivi persistenti. Rispetto al CAPEX, si tratta di una spesa caratterizzata da maggiore incertezza nei ritorni, ed è quindi interpretabile come proxy del profilo di rischio della strategia di investimento.

La variabile esplicativa centrale è la successione al vertice, identificata attraverso la dummy *Succession* che assume valore pari a 1 quando l'impresa sperimenta la successione e 0 nei casi in cui l'impresa è guidata da un CEO esterno professionale.

Per ridurre il rischio che le differenze negli investimenti riflettano eterogeneità osservabile tra imprese, l'autore include un set di controlli volti a catturare caratteristiche di governance e condizioni economico-finanziarie. Le principali variabili del modello sono riportate nella Tabella 4.2.

Tabella 4.2 Definizione delle variabili, Fonte: adattata da Lin (2025), Tab 4-2.

Variable	Definition
<i>Capital</i>	Spesa in capitale su totale attivo
<i>RD</i>	Spesa in R&S su totale attivo
<i>Succession</i>	Dummy con valore 1 se avviene la successione familiare e 0 quando il CEO è un manager esterno professionale
<i>Fage</i>	Numero di anni dalla quotazione (dalla IPO) all'anno t
<i>FirstProp</i>	Quota (%) detenuta dal principale azionista
<i>Duality</i>	Dummy con valore 1 se Chairman e General Manager/CEO coincidono e 0 altrimenti
<i>Wedge</i>	Indice di separazione tra proprietà e controllo
<i>ESH</i>	Quota (%) detenuta dal General Manager/CEO sul capitale totale
<i>FSH</i>	Quota (%) detenuta dalla famiglia/actual controller nella società quotata
<i>Lev</i>	Rapporto di leva finanziaria (<i>liabilities ratio</i>)
<i>Growth</i>	Tasso annuo di crescita dei ricavi
<i>ProfitRate</i>	Margine lordo (<i>gross profit rate</i>)
<i>ROA</i>	Return on Assets
<i>TobinQ</i>	Tobin's Q

4.2.3 STRATEGIA EMPIRICA

Lin (2025) interpreta la successione intergenerazionale come uno shock potenzialmente esogeno rispetto alle decisioni di investimento e, poiché il timing della successione varia tra le imprese, utilizza un disegno difference-in-differences multi-periodo (time-varying DiD).

L'idea alla base è quella di confrontare l'evoluzione degli investimenti nel gruppo di imprese in cui avviene la successione (gruppo trattato) con quella di un gruppo composto da imprese in cui la prima generazione trasferisce la gestione a CEO esterni professionali (gruppo di controllo).

In termini operativi, vengono stimate due regressioni – una per l’investimento in capitale fisico e una per l’investimento in ricerca e sviluppo – espresse nella forma:

$$Capital_{it} = \beta_0 + \beta_1 (Treat_i \times Succession_{it}) + Controls + FE + \varepsilon_{it}$$

$$RD_{it} = \beta_0 + \beta_1 (Treat_i \times Succession_{it}) + Controls + FE + \varepsilon_{it}$$

Dove $Treat_i$ è una dummy che vale 1 per le imprese appartenenti al gruppo trattato e 0 per il gruppo di controllo, mentre $Succession_{it}$ è una dummy temporale che vale 1 nell’anno della successione e in quelli successivi e 0 negli anni precedenti. L’elemento chiave è l’interazione $Treat_i \times Succession_{it}$, il cui coefficiente β_1 misura la variazione dell’investimento associata alla successione nelle imprese trattate rispetto al gruppo di controllo. Le specificazioni includono un vettore di controlli (*Controls*) e una struttura di effetti fissi (*FE*), che include effetti fissi di impresa (*firm fixed effects*) e di anno (*year fixed effects*) e controlli per industria e regione.

Poiché la validità del disegno DiD richiede che, prima dell’evento, i gruppi *Treat* e *Controls* seguano un andamento comparabile, l’autore verifica la *parallel trend assumption* con un event study, sostituendo la logica “post” con una serie di dummies che indicano gli anni relativi alla successione. In forma sintetica:

$$Capital_{it} = \alpha_0 + \sum_{j=1}^3 \alpha_j Before_{j,it} + \alpha_4 Current_{it} + \sum_{j=5}^8 \alpha_j After_{j,it} + Controls + \sum Firm + \sum Year + \varepsilon_{it}$$

$$RD_{it} = \alpha_0 + \sum_{j=1}^3 \alpha_j Before_{j,it} + \alpha_4 Current_{it} + \sum_{j=5}^8 \alpha_j After_{j,it} + Controls + \sum Firm + \sum Year + \varepsilon_{it}$$

Dove $Before_j$ è valore pari a 1 quando l’osservazione cade nell’anno j precedente all’evento di successione e 0 altrimenti, $Current$ vale 1 nell’anno della successione, e $After_j$ vale 1 nell’anno j successivo all’evento di successione e 0 altrimenti.

L'interpretazione è diretta: se i coefficienti associati alle dummies *Before* non sono statisticamente significativi, non emergono differenze pre-evento tra i due gruppi. Al contrario, se i coefficienti *After* diventano significativi, l'effetto della successione si manifesta nel post-evento, anche con eventuale ritardo.

Infine, una volta stimato l'effetto medio, l'analisi viene completata in due direzioni di fondamentale importanza per questo studio:

- (i) **eterogeneità per traiettoria**, distinguendo successione verso la seconda generazione familiare rispetto al passaggio verso CEO esterni;
- (ii) **moderazione** tramite variabili di contesto familiare, per verificare quando l'effetto della successione si attenua o si rafforza.

4.2.4 RISULTATI

Prima di discutere i coefficienti stimati, è utile inquadrare l'ordine di grandezza delle variabili di investimento nel campione. La Tabella 4.3 riporta le statistiche descrittive delle principali variabili (media, deviazione standard e range). In particolare, le variabili di investimento presentano valori medi pari a 0,124 per *Capital* e 0,064 per *RD*, mentre la dummy *Succession* ha media 0,261, indicando che circa il 26,1% delle osservazioni impresa-anno ricade nel periodo post-successione per le imprese trattate.

Tabella 4.3 Statistiche descrittive. Fonte: adattata da Lin (2025), Tab. 5-1.

VARIABLE	OBS	MEAN	STD. DEV.	MIN	MAX
CAPITAL	10.904	0,124	0,161	0	1,257
RD	10.904	0,064	0,068	0	0,486
SUCCESSION	10.904	0,261	0,440	0	1
FAGE	10.904	6,928	6,755	0	32
FIRSTPROP	10.904	31,783	13,908	1,84	99
DUALITY	10.904	0,438	0,496	0	1
ESH	10.904	9,582	14,241	0	74,34
FSH	10.904	37,195	17,229	0,001	100
WEDGE	10.904	0,821	0,217	0,001	1
LEV	10.904	0,368	0,195	0,01	3,919
ROA	10.904	0,049	0,112	-4,803	0,831
PROFITRATE	10.904	0,31	0,27	-18,009	3,77
GROWTH	10.904	0,334	8,641	-1,309	944,1
TOBIN Q	10.904	2,444	2,496	0,019	91,581

Note: variabili continue winsorizzate all'1%.

Questi valori sono rilevanti perché consentono di interpretare la magnitudine economica dei coefficienti: nelle sezioni successive, l'effetto stimato della successione viene confrontato con i livelli medi di *Capital* e *RD*, così da valutare se l'aumento osservato sia economicamente rilevante oltre che statisticamente significativo.

4.2.4.1 TEST DI PARALLEL TRENDS

Le evidenze del test di *parallel trends* mostrano che, per entrambe le variabili dipendenti (*Capital* e *RD*), i coefficienti associati al periodo pre-successione (*Before_3*, *Before_2*, *Before_1*) non risultano statisticamente significativi, a supporto dell'assenza di differenze sistematiche tra i gruppi prima dell'evento (andamento riportato in Figura 4.1). Analizzando il post-successione, invece, emerge un profilo dinamico coerente con un

lag effect. L'aumento degli investimenti non appare immediato: l'effetto per *Capital* emerge soprattutto dal secondo anno dopo la successione (*After_2*), mentre per *RD* l'effetto diventa positivo in modo più marcato tra il secondo e quarto anno dopo l'evento (*After_2- After_4*) (andamento riportato in Figura 4.II).

Questo profilo è coerente con l'idea che le decisioni di investimento richiedano tempo per essere pianificate, approvate e implementate e, per tale ragione, si traducano in spese effettive con un certo ritardo. Di conseguenza, l'impatto della successione sugli investimenti tende a manifestarsi non nello stesso anno del passaggio, ma dopo che la nuova leadership ha avuto tempo di incidere sulle scelte strategiche e sulla loro esecuzione.

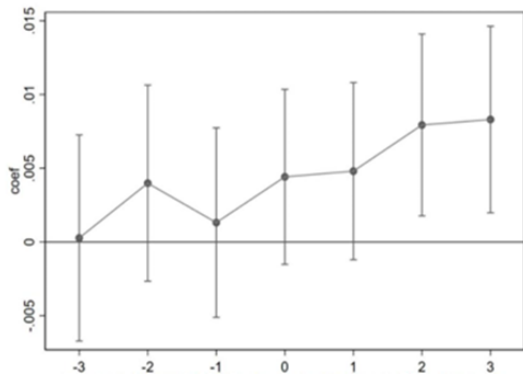


Figura 4.I L'impatto dinamico della successione familiare sulla spesa aziendale in CAPEX. Fonte: Lin (2025).

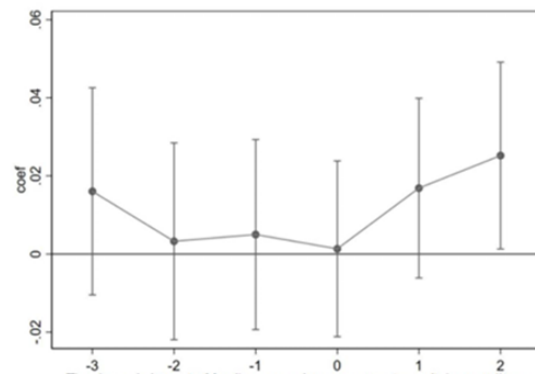


Figura 4.II L'impatto dinamico della successione familiare sulla spesa aziendale in R&S. Fonte: Lin (2025).

4.2.4.2 EFFETTO MEDIO DELLA SUCCESSIONE SUGLI INVESTIMENTI

I risultati della regressione DiD time-varying riportati nella mostrano che la successione familiare (intergenerazionale) è associata a un incremento degli investimenti di lungo periodo, sia per quelli in capitale fisico sia per quelli in innovazione.

Tabella 4.4 Impatto della successione familiare su CAPEX e R&S. Fonte: adattata da Lin (2025), (Tab. 5-2).

VARIABLE	(1) CAPITAL	(2) RD
SUCCESSION	0,010** (0,005)	0,004** (0,002)
FAGE	-0,001 (0,001)	0,002*** (0,000)
FIRSTPROP	0,001* (0,000)	0,000 (0,000)
DUALITY	-0,001 (0,005)	0,002 (0,002)
WEDGE	-0,010 (0,015)	0,006 (0,005)
LEV	0,058*** (0,020)	-0,017** (0,007)
PROFITRATE	0,038 (0,025)	0,016 (0,011)
GROWTH	-0,002*** (0,001)	-0,001*** (0,000)
ROA	-0,027* (0,014)	-0,066*** (0,012)
TOBINA	-0,002* (0,001)	-0,001 (0,000)
FSH	0,000 (0,000)	0,000 (0,000)
ESH	0,000* (0,000)	0,000 (0,000)
_CONS	-0,038 (0,0122)	0,088*** (0,018)
FIRM FE	Yes	Yes
YEAR FE	Yes	Yes
INDUSTRY FE	Yes	Yes
OBSERVATIONS	8.702	8.105
R-SQUARED	0,049	0,147
	Note: standard errors robusti riportati tra parentesi. ***, **, * indicano significatività rispettivamente al 1%, 5% e 10%.	

In particolare, il coefficiente associato alla successione risulta pari a 0,010 per *Capital* (SE 0,005) e a 0,004 per *RD* (SE 0,002), entrambi con significatività al 5%. In termini economici, confrontando tali valori con le medie campionarie (riportate in Tabella 4.3),

l'effetto stimato corrisponde a un aumento di circa 8% rispetto al livello medio di *Capital* e di circa 6% rispetto al livello medio di *RD*. Tale evidenza è coerente con l'idea che l'ingresso della seconda generazione – in media – rafforzi l'orientamento allo sviluppo di lungo periodo attraverso investimenti tangibili e innovativi.

4.2.5 TRANSIZIONE DA FAMILY CEO A FAMILY CEO: CONFRONTO TRA FONDATORE E SECONDA GENERAZIONE

Per isolare l'effetto del passaggio dal fondatore alla seconda generazione, Lin (2025) confronta le imprese in cui la leadership passa a un erede familiare con imprese ancora guidate dal fondatore, stimando nuovamente il modello DiD sul sottocampione rilevante. Il coefficiente di interesse è l'interazione $Treat_01 \times Succession$, che cattura la variazione degli investimenti associata al passaggio generazionale.

I risultati riportati in Tabella 4.5 mostrano un effetto positivo e statisticamente significativo su entrambe le dimensioni di investimento:

- per *Capital*, $Treat_01 \times Succession = 0,010$ (SE 0,005; $p < 0,05$);
- per *RD*, $Treat_01 \times Succession = 0,003$ (SE 0,001; $p < 0,05$)

Tabella 4.5 Differenza nelle politiche di investimento tra prima e seconda generazione. Fonte: adattata da Lin (2025), (Tab. 5-3).

VARIABLE	(1) CAPITAL	(2) RD
TREAT_01*SUCCESSION	0,010** (0,005)	0,003** (0,001)
FAGE	-0,002** (0,001)	-0,002*** (0,000)
FIRSTPROP	0,001 (0,001)	0,000 (0,000)
DUALITY	0,004 (0,006)	-0,001 (0,001)
WEDGE	0,010 (0,018)	0,003 (0,005)
LEV	0,005 (0,019)	-0,041*** (0,008)
PROFITRATE	0,022 (0,025)	0,022** (0,011)
GROWTH	0,000 (0,000)	0,000* (0,000)
ROA	-0,061** (0,024)	-0,105*** (0,022)
TOBINA	-0,002* (0,001)	-0,001* (0,001)
ESH	0,000 (0,000)	0,000 (0,000)
FSH	0,000 (0,000)	0,000 (0,000)
_CONS	0,197*** (0,036)	0,062*** (0,007)
FIRM FE	Yes	Yes
YEAR FE	Yes	Yes
INDUSTRY FE	Yes	Yes
OBSERVATIONS	9.028	10.541
R-SQUARED	0,023	0,130
	Note: standard errors robusti riportati tra parentesi. ***, **, * indicano significatività rispettivamente al 1%, 5% e 10%.	

Il passaggio alla seconda generazione risulta associato a un incremento significativo sia dell'investimento in capitale fisico sia dell'investimento in innovazione. I coefficienti possono essere interpretati come aumenti rispettivamente di 1,0 e 0,3 punti percentuali

dell'attivo. In termini di ordini di grandezza, rispetto alle medie campionarie (riportate nella Tabella 4.3), l'effetto corrisponde a circa +8% del livello medio di CAPEX su totale attivo e +4,7% del livello medio di R&S su totale attivo.

L'evidenza, quindi, suggerisce che quando la leadership resta in ambito familiare, la successione si associa a una politica di investimento più attiva, potenzialmente legata a programmi di rinnovamento ed espansione ed orientata a iniziative di lungo periodo.

4.2.5.1 ROBUSTEZZA: ENDOGENEITÀ E 2SLS

Per rafforzare l'interpretazione causale dei risultati sulla successione intrafamiliare, Lin (2025) affronta la possibile endogeneità della decisione di successione e stima un modello *two-stage least squares* (2SLS) basato su una variabile strumentale, identificata nel numero di figli maschi del fondatore. L'idea è isolare una componente "esogena" della successione, legata a fattori demografico-culturali, e stimare l'effetto della successione sugli investimenti utilizzando la successione predetta dallo strumento.

Nel primo stadio la successione viene spiegata come:

$$Succession_{it} = \mu_{0i} + \mu_1 Succession_{IV_{it}} + Controls + Year_t + v_{it}$$

Dove $Succession_{IV_{it}}$ è la variabile strumentale basata sul numero di figli maschi e assume un valore positivo pari a 0,420 (SE 0,075) con livello di significatività dell'1%. Tale risultato indica che lo strumento è rilevante, per cui un maggior numero di figli maschi aumenta la probabilità di osservare una successione familiare.

Nel secondo stadio, l'autore stima l'effetto della successione (utilizzando la successione predetta dal primo stadio) sugli investimenti, attraverso la seguente formula:

$$Y_{it} = \beta_0 + \delta_i + \beta_{2sis} Succession_{it} + Controls + FE + \varepsilon_{it}$$

Dove Y_{it} è rispettivamente $Capital_{it}$ e RD_{it} , mentre β_{2sis} è il coefficiente di interesse che misura l'effetto. In particolare, risulta un effetto positivo sia su *Capital* con

coefficiente pari a 0,077 (SE 0,028) che su *RD* con coefficiente pari a 0,026 (SE 0,007), entrambi con significatività dell'1%.

Anche usando una strategia di identificazione alternativa, la successione verso un CEO familiare (seconda generazione) continua a risultare associata a un incremento degli investimenti reali e innovativi, rafforzando la lettura causale analizzata in precedenza.

4.2.6 TRANSIZIONE DA FAMILY CEO A OUTSIDE CEO: CONFRONTO TRA FONDATORE E CEO ESTERNO

Per analizzare il passaggio dal fondatore a un CEO esterno, Lin (2025) costruisce un secondo confronto in cui il trattamento identifica le imprese che sostituiscono il fondatore con un manager professionale esterno, mentre il gruppo di riferimento è costituito da imprese ancora guidate dal fondatore. Anche in questo caso, il coefficiente centrale è l'interazione *Treat_02 × Succession*.

I risultati riportati in Tabella 4.6 indicano che l'effetto non è statisticamente distinguibile da zero:

- per *Capital*, $Treat_02 \times Succession = 0,007$ (SE 0,006);
- per *RD*, $Treat_02 \times Succession = -0,002$ (SE 0,002)

Tabella 4.6 Differenza nelle politiche di investimento tra fondatori e CEO esterni. Fonte: adattata da Lin (2025), (Tab. 5-4).

VARIABLE	(1) CAPITAL	(2) RD
TREAT_02*SUCCESSION	0,007 (0,006)	-0,002 (0,002)
FAGE	-0,003*** (0,000)	0,002*** (0,000)
FIRSTPROP	0,001* (0,000)	0,000 (0,000)
DUALITY	-0,006 (0,005)	-0,002 (0,002)
WEDGE	-0,005 (0,014)	-0,003 (0,007)
LEV	0,050*** (0,018)	-0,034*** (0,008)
ROA	-0,037** (0,016)	-0,075*** (0,013)
PROFITRATE	0,048** (0,021)	0,006 (0,014)
GROWTH	0,000 (0,000)	0,000 (0,000)
TOBINA	-0,002*** (0,001)	-0,001*** (0,000)
ESH	0,000 (0,000)	0,000 (0,000)
FSH	0,000 (0,000)	0,000** (0,000)
_CONS	-0,060 (0,072)	0,407*** (0,016)
FIRM FE	Yes	Yes
YEAR FE	Yes	Yes
INDUSTRY FE	Yes	Yes
OBSERVATIONS	12.790	12.180
R-SQUARED	0,035	0,140
	Note: standard errors robusti riportati tra parentesi. ***, **, * indicano significatività rispettivamente al 1%, 5% e 10%.	

A differenza della successione intrafamiliare, il passaggio a un CEO esterno non si associa a cambiamenti robusti nelle politiche di investimento considerate. I coefficienti possono essere interpretati come un aumento 0,7 punti percentuali dell'attivo in CAPEX

e una diminuzione di 0,2 punti percentuali dell'attivo in R&S. In termini relativi, rispetto alle medie campionarie (riportate nella Tabella 4.3), l'effetto corrisponde a circa +5,6% del livello medio di CAPEX su totale attivo e -3,1% del livello medio di R&S su totale attivo. L'autore interpreta questo risultato come compatibile con un comportamento di "status quo" del management esterno. In presenza di vincoli di mandato, possibili frizioni informative e orizzonti di tenure più brevi, il nuovo CEO potrebbe avere incentivi più limitati a modificare in modo netto investimenti di lungo periodo nel breve/medio termine.

Nel complesso, i risultati evidenziano una differenza netta tra le due traiettorie. Nel passaggio intergenerazionale l'effetto stimato è positivo e significativo sia per *Capital* sia per *RD*, indicando un aumento degli investimenti di lungo periodo dopo la successione. Al contrario, nel passaggio a un CEO esterno, i coefficienti risultano non significativi per entrambe le variabili, suggerendo assenza di cambiamenti robusti nelle politiche di investimento considerate.

Questa comparazione implica che l'effetto medio della successione non dipende solo dall'evento in sé, ma soprattutto dalla direzione della transizione manageriale: quando la leadership resta in ambito familiare, l'investimento tende ad aumentare. Quando invece subentra un CEO esterno, l'allocazione del capitale appare più stabile. Su questa base, il passo successivo consiste nel verificare se e come fattori di contesto familiare (ad esempio competizione tra eredi) attenuino o amplifichino tali effetti.

4.2.7 MODERATORE: COMPETIZIONE TRA FRATELLI

Dopo aver distinto gli effetti per traiettoria, Lin (2025) testa se l'effetto della successione sugli investimenti dipenda dalle condizioni intrafamiliari, introducendo come moderatore la competizione tra fratelli (*Sisbling*), misurata come numero di fratelli/sorelle del successore di seconda generazione impiegati nell'impresa. Per farlo, estende il modello DiD includendo l'effetto diretto di *Sisbling* e l'interazione di quest'ultimo con il termine DiD della successione, stimando le seguenti specifiche per *Capital* e *RD*:

$$Y_{it} = \beta_0 + \delta_i + \beta_1 (Treat_i \times Succession_{it}) + \beta_2 Sisbling + \beta_3 Sisbling \times Treat_i \times Succession_{it} + Controls + FE + \varepsilon_{it}$$

Dove Y_{it} è uguale alternativamente a *Capital* e *RD* e il coefficiente di interesse è rappresentato da β_3 che, quando negativo, indica che la competizione tra fratelli attenua l'effetto della successione sugli investimenti. Dai risultati emerge che l'interazione è effettivamente negativa e significativa sia su *Capital* in cui il coefficiente è $-0,005$ con significatività del 10% e sia su *RD* in cui il coefficiente $-0,001$ con significatività dell'1%.

Quindi, a parità di successione, un numero maggiore di *Siblings* coinvolti riduce l'intensità di investimenti su CAPEX e R&S nel periodo post-successione, rendendo la politica di investimento relativamente più prudente a causa della complessità intrafamiliare.

In sintesi, lo studio di Lin (2025) offre un benchmark empirico chiaro per interpretare l'effetto della successione sulle politiche di investimento: l'impatto non dipende solo dal turnover in sé, ma soprattutto dalla direzione della transizione.

Tabella 4.7 Sintesi risultati Lin (2025): traiettorie e moderatore.

	CAPITAL	RD	INTERPRETAZIONE
FAMILY→FAMILY	0,010** (0,005)	0,003** (0,001)	Incremento significativo di investimenti reali e innovativi dopo successione intrafamiliare
ROBUSTEZZA 2SLS	0,077*** (0,028)	0,026*** (0,007)	Direzione dell'effetto confermata con identificazione alternativa (riduce endogeneità)
FAMILY→OUTSIDE	0,007 (0,006) n.s.	-0,002 (0,002) n.s.	Nessuna variazione robusta: investimenti sostanzialmente stabili nel post-passaggio a CEO esterno
MODERATORE SIBLING	-0,005* (0,003)	-0,001*** (0,001)	Competizione tra fratelli attenua l'aumento di investimenti post-successione
<p>Note: standard errors riportati tra parentesi. ***, **, * indicano significatività al 1%, 5% e 10%. n.s. = non significativo.</p>			

4.3 Successioni Type-R e CEO Placeholder: implicazioni per investimenti e crescita

Dopo aver discusso lo studio di Lin (2025), che analizza gli effetti sulle politiche di investimento quando il CEO uscente è il fondatore, è utile considerare anche le transizioni in cui il CEO uscente è esterno oppure in cui un CEO esterno viene nominato come soluzione intermedia tra due leadership familiari. A tal proposito, Amore et al. (2021) analizzano i rientri familiari dopo una fase di professionalizzazione esterna (successione *Type-R*, discussa in 3.3.2), mentre il working paper "*Placeholder CEOs*" (Amore et al., 2025) approfondisce la figura del CEO placeholder.

Nel complesso, l'evidenza disponibile suggerisce che queste traiettorie non necessariamente si associano a un aumento immediato dei tassi di investimento osservabili, ma possono emergere tramite indicatori di crescita e soprattutto tramite condizioni pre-successione che influenzano la scelta del tipo di CEO esterno.

4.3.1 TRANSIZIONE DA OUTSIDE CEO A FAMILY CEO: SUCCESSIONI TYPE-R

Amore et al. (2021) analizzano le successioni Type-R all'interno del contesto italiano, confrontandole con i casi in cui, dopo l'uscita del CEO esterno, l'impresa nomina un altro CEO esterno.

L'identificazione è basata su un modello DiD in cui la dummy *Post* – pari a 1 negli anni successivi alla successione (l'anno dell'evento è escluso) e 0 negli anni precedenti – interagisce con la dummy *Type-R* relativa al tipo di successione. Oltre agli esiti di performance, gli autori stimano anche outcome reali interpretabili come proxy di investimento e crescita. In particolare, l'effetto stimato dell'interazione *Post* × *Type-R* su *Asset growth* risulta non significativa con coefficiente pari a -0,0460 e p-value 0,316. Analogamente, non emerge un effetto robusto nemmeno su *Asset turnover* in cui il coefficiente è pari a 0,0688, con p = 0,232.

Questa evidenza è coerente con l'idea che i rientri familiari possano produrre effetti soprattutto su canali operativi e organizzativi, senza tradursi necessariamente in un'accelerazione misurabile di investimenti o crescita dell'attivo nel breve periodo.

4.3.2 CEO PLACEHOLDER: INTENSITÀ DI INVESTIMENTO PRE-SUCCESSIONE

Il working paper "*Placeholder CEOs*" (Amore et al. 2025) distingue i CEO esterni professionali dai placeholder, definiti come CEO esterni in carica tra due distinti CEO familiari, tipicamente quando l'erede non è ancora pronto.

Nelle statistiche univariate riportate dagli autori "*one year before succession*", emerge che la scelta di un CEO esterno non avviene in un contesto neutro dal punto di vista delle politiche reali. Già prima della transizione, le imprese presentano livelli di investimento

differenti. In particolare, il tasso di investimento viene misurato come *Capital Expenditure (CAPEX/Sales)* è pari in media a 2,65 nelle successioni verso un CEO familiare, sale a 6,11 nei casi in cui viene nominato un CEO placeholder, e si colloca a 3,79 nelle successioni verso un CEO esterno. Inoltre, la differenza placeholder–familiare è pari a 3,462 ed è significativa al 10%. Questo suggerisce che i placeholder tendono a comparire in imprese che, già nell’anno che precede la successione, mostrano un’intensità di investimento più elevata rispetto ai casi in cui la leadership rimane direttamente in ambito familiare. Questo pattern è coerente con l’interpretazione del placeholder come figura di “ponte”: in attesa che l’erede sia pronto, l’impresa può scegliere un CEO esterno orientato alla continuità gestionale, operando in un contesto in cui alcune decisioni strategiche e progetti di investimento risultano già impostati.

Questa evidenza descrittiva è coerente con l’analisi multivariata sulla scelta del CEO. Gli autori stimano modelli logit in cui la variabile dipendente identifica la transizione da CEO familiare a CEO esterno e, in specificazioni separate, la transizione a placeholder o a professionale, con tutte le variabili esplicative misurate un anno prima dell’anno di transizione. In queste regressioni, *Capital Expenditure* risulta positivamente associata alla probabilità di nominare un CEO esterno: il coefficiente è 0,0012 (significatività 10%) nel confronto “*non-family vs family*”, 0,0013 (significatività 5%) nel confronto “*placeholder vs family*” e 0,0010 (significatività 10%) nel confronto “*professional vs family*”. Emerge che, a parità di controlli, imprese con maggiore intensità di investimento pre-successione risultano più propense a scegliere un CEO esterno (inclusi i placeholder). In termini interpretativi, l’associazione positiva tra intensità di investimento pre-successione e probabilità di nominare un CEO esterno può riflettere l’esigenza di affidare la gestione a figure in grado di governare iniziative più complesse. Nel caso dei placeholder, questa evidenza è anche compatibile con una nomina finalizzata a garantire continuità nella fase di transizione, rafforzando l’idea che i placeholder non siano un caso residuale, ma un esito legato a condizioni aziendali osservabili già prima del cambio al vertice.

4.4 *Conclusione finale del capitolo*

Questo capitolo ha esteso l'analisi della successione del CEO nelle imprese familiari dalla dimensione di governance alla dimensione delle scelte reali, concentrandosi su investimenti tangibili (CAPEX) e intangibili (R&S) e, più in generale, sulle traiettorie di crescita e riallocazione. La panoramica empirica ha evidenziato che le differenze tra imprese familiari e non familiari emergono soprattutto nella composizione dell'investimento: le imprese familiari tendono a destinare una quota relativamente maggiore a CAPEX e minore a R&S rispetto alle non familiari e, nelle principali evidenze multivariate, risultano associate a livelli più contenuti di investimento di lungo periodo. Sul fronte dell'innovazione, la letteratura meta-analitica suggerisce che le imprese familiari possono investire meno in input innovativi ma ottenere output relativamente migliori, con eterogeneità rilevante legata al tipo di CEO. Infine, rispetto alla crescita esterna, emerge una maggiore selettività delle imprese familiari nelle scelte di diversificazione, soprattutto all'aumentare della distanza e del rischio.

Il contributo centrale del capitolo, tuttavia, è aver spostato l'attenzione da confronti "statici" a una prospettiva dinamica, in cui la successione è trattata come evento e si distinguono le traiettorie di passaggio. In questa prospettiva, lo studio di Lin (2025) costituisce un benchmark particolarmente adatto perché permette di collegare direttamente successione e investimenti e mostra che gli effetti dipendono dalla direzione della transizione. Nel passaggio familiare dal fondatore alla seconda generazione si osserva un incremento significativo sia di *CAPEX/attivo* sia di *R&S/attivo*. Al contrario, la transizione dal fondatore a un CEO esterno non produce variazioni statisticamente robuste, suggerendo che il management esterno tenda a non modificare in modo netto le scelte di investimento di lungo periodo nel breve/medio termine.

L'analisi dinamica (event study) evidenzia che l'effetto della successione sugli investimenti tende a manifestarsi con un ritardo (lag), suggerendo che l'impatto della successione si materializzi dopo che la nuova leadership ha avuto il tempo di implementare la strategia di investimento. Inoltre, l'effetto non è omogeneo: la

competizione tra fratelli attenua l'incremento di CAPEX e R&S, indicando che le frizioni intrafamiliari possono ridurre la propensione all'investimento e rendere la politica più prudente nel post-successione.

Nell'analisi delle transizioni in cui il CEO uscente è esterno, l'evidenza sulle successioni *Type-R* suggerisce che i rientri familiari non si associano necessariamente a variazioni immediate in proxy di investimento e crescita, indicando che i benefici di questo ritorno possano manifestarsi attraverso canali diversi, più operativi e organizzativi che espansivi nel breve periodo. Inoltre, la letteratura più recente mostra che i CEO esterni non costituiscono una categoria omogenea. I CEO placeholder possono svolgere una funzione di "ponte" verso una leadership familiare già definita e tendono a emergere in contesti con maggiore intensità di investimento già prima della transizione, mostrando un *CAPEX/Sales* più elevato e positivamente associato alla probabilità di nomina.

Nel complesso, il capitolo converge su un messaggio chiaro: l'effetto della successione sugli investimenti non è unico né lineare, ma dipende dalla direzione della transizione e dal contesto familiare. Di conseguenza, l'analisi empirica richiede di distinguere le traiettorie di successione e, quando possibile, di considerare moderatori che catturino frizioni e incentivi intrafamiliari.

CONCLUSIONI GENERALI

Questo elaborato si è prefisso l'obiettivo di inquadrare e discutere in modo sistematico la successione e il turnover del CEO nelle imprese familiari, ponendo al centro il confronto tra CEO familiari e CEO non familiari. La rilevanza del tema discende dal fatto che, nelle imprese familiari, il ricambio al vertice non è soltanto un evento organizzativo, ma un passaggio che si intreccia con la struttura del controllo e con obiettivi che, accanto alla redditività, includono spesso continuità, identità e preservazione della sfera socio-emotiva associata alla proprietà. A tal proposito, la prospettiva della *socioemotional wealth* (SEW) aiuta a leggere la successione come un passaggio in cui logiche economiche e logiche familiari si intrecciano in modo particolarmente evidente.

L'analisi teorica ha mostrato che non conta solo chi prende il posto del CEO uscente, ma anche come viene strutturato il processo. Le diverse soluzioni individuate dalla letteratura – *relay succession*, *horse race* e selezione esterna – non rappresentano semplicemente alternative tecniche, ma riflettono diversi assetti di governance, diversi vincoli istituzionali e diverse preferenze della famiglia di controllo. In questo quadro, la figura del CEO placeholder risulta particolarmente utile perché evidenzia come, in alcune situazioni, la nomina di un esterno non equivale a una rottura con la logica familiare. In alcuni casi, infatti, il manager esterno può assumere una funzione di raccordo, accompagnando una fase transitoria e preparando il terreno a una successiva continuità familiare.

Sul piano empirico, un primo risultato fondamentale riguarda la *turnover-performance sensitivity*. Nei contesti in cui i meccanismi di governance sono più chiusi e l'influenza del vertice è elevata, la funzione disciplinante del turnover tende a indebolirsi. Nel caso italiano, Brunello, Graziano e Parigi (2003) mostrano che la probabilità di turnover varia in modo marcato al variare del potere del CEO. A parità di condizioni, un CEO con una posizione proprietaria rilevante presenta una probabilità implicita di turnover significativamente più bassa rispetto a un CEO non proprietario. Questo

risultato è coerente con l'idea che la sovrapposizione tra controllo e gestione possa ridurre la contendibilità effettiva del ruolo e, quindi, indebolire la disciplina esercitata dal mercato del lavoro manageriale.

Coerentemente, nel contesto britannico le evidenze sugli annunci di successione suggeriscono che la sostituzione del CEO possa essere interpretata dal mercato come un segnale informativo, la cui intensità varia a seconda della natura familiare o meno del vertice e del successore. Hillier e McColgan (2004) documentano che i *rendimenti anomali cumulati* (CAR) risultano più elevati quando l'uscita riguarda un CEO familiare e quando la transizione conduce a una guida non familiare. L'ordine di grandezza riportato è coerente con la lettura secondo cui il mercato reagisce positivamente all'allentamento di potenziali vincoli di *entrenchment* e l'ingresso di competenze manageriali esterne.

Il passaggio più delicato, tuttavia, riguarda il rapporto causale tra tipologia di CEO e performance. Un semplice confronto tra imprese guidate da CEO familiari e imprese guidate da CEO esterni può confondere l'effetto della leadership con la selezione. In questo senso, Bennedsen et al. (2007) affrontano l'endogeneità con una strategia a variabili strumentali e mostrano che, una volta corretta la selezione, la successione familiare si associa a un peggioramento della redditività operativa attorno alla transizione, con effetti più marcati in specifiche circostanze. L'evidenza è coerente con l'idea che, in media, la selezione familiare possa ridurre il pool di candidati e quindi la qualità manageriale attesa, soprattutto quando prevalgono logiche non pienamente meritocratiche.

A rafforzare la credibilità di questa lettura contribuiscono anche le differenze osservabili nelle caratteristiche dei successori. In medio, rispetto ai CEO familiari, i CEO non familiari presentano più spesso esperienza pregressa come CEO e livelli medi di istruzione superiori. Queste differenze suggeriscono che la successione familiare standard possa tradursi, in diversi casi, in una minore efficienza operativa proprio per la diversa dotazione di capitale umano manageriale. Anche qui, però, la letteratura invita a evitare conclusioni troppo rigide, perché gli effetti cambiano in funzione del settore, del contesto competitivo e delle condizioni in cui la transizione avviene.

Un risultato altrettanto importante della rassegna è che il confronto tra CEO familiare e CEO non familiare non è una dicotomia statica. A fare la differenza, è spesso la traiettoria della successione e il grado di professionalizzazione che l'impresa ha già incorporato prima del passaggio. In questa prospettiva, le successioni di rientro familiare dopo una fase di guida professionale (*Type-R*) rappresentano un caso particolarmente significativo, perché isolano situazioni in cui la famiglia rientra in un'impresa che ha già attraversato processi di managerializzazione. Amore et al. (2021) mostrano che, in queste transizioni, il ritorno di un CEO familiare può associarsi a miglioramenti di redditività, interpretati come il risultato della combinazione tra asset intangibili familiari quali reputazione, capitale sociale e conoscenza tacita, e pratiche e competenze manageriali già sedimentate nella fase di professionalizzazione. Allo stesso tempo, gli autori evidenziano che l'effetto non è omogeneo, ma tende ad attenuarsi in ambienti più volatili o a maggiore intensità innovativa. Questo suggerisce che l'efficacia del rientro familiare dipende anche dal grado di complessità competitiva e dai trade-off tipici dei settori ad alta incertezza.

Il Capitolo 4 completa il quadro spostando l'attenzione dagli esiti di performance alle scelte reali che seguono la successione. Il risultato principale è che gli effetti della successione sulle politiche di investimento dipendono in modo cruciale dalla traiettoria e dalla natura del CEO esterno. L'evidenza discussa indica che il passaggio all'interno della famiglia, dal fondatore alla seconda generazione, si associa a un incremento significativo sia degli investimenti tangibili (*CAPEX/attivo*) sia degli investimenti intangibili (*R&S/attivo*), mentre la transizione dal fondatore a un CEO esterno non mostra variazioni statisticamente robuste nelle medesime proxy. Questo suggerisce un comportamento più vicino allo status quo nel breve e medio termine. Inoltre, l'analisi dinamica evidenzia un lag effect, a conferma che le decisioni di investimento non reagiscono immediatamente al cambio di leadership, ma richiedono tempi di pianificazione e implementazione. Anche quando la successione avviene all'interno della famiglia, gli effetti non sono omogenei. La competizione tra fratelli attenua l'incremento di CAPEX e R&S, mostrando che le tensioni intrafamiliari possono rendere più prudente l'allocazione del capitale nel post-successione. Allo stesso modo, le evidenze sulle

traiettorie *Type-R* indicano che il rientro familiare non si traduce necessariamente in variazioni immediate delle proxy di investimento e crescita considerate. Infine, la letteratura sui CEO placeholder mostra che i CEO esterni non sono una categoria omogenea. Il CEO placeholder svolge una funzione di “ponte” verso una leadership familiare già definita e tende a emergere in contesti caratterizzati da maggiore intensità di investimento già prima della transizione.

In conclusione, la rassegna conduce a un risultato coerente con la letteratura più recente: non esiste una regola unica per stabilire a priori la superiorità del CEO familiare o del CEO esterno. Da un lato, in diversi contesti le successioni familiari standard possono comportare costi di performance, soprattutto quando la selezione restringe il bacino di competenze e quando la contendibilità del vertice è bassa. Dall’altro lato, la guida familiare può risultare più efficace quando inserita in traiettorie dinamiche in cui la professionalizzazione abbia già rafforzato processi e capacità organizzative, come nelle successioni *Type-R*. Più che nella natura familiare o esterna del CEO, la qualità degli esiti risiede nella credibilità del processo di selezione, nella contendibilità effettiva del ruolo e nella capacità di progettare la successione come scelta strategica coerente con il contesto competitivo e con i vincoli di governance. In questo senso, la successione del CEO non è solo un evento di ricambio, ma rappresenta uno snodo di governance che può incidere in profondità sulla traiettoria dell’impresa.

APPENDICE

Tabella A1- Indicatori di performance Capitolo 3

INDICATORI	FORMULA	VANTAGGI	LIMITI	PAPER
ΔEBITDA	$(EBITDA/Sales)_t - (EBITDA/Sales)_{t-1}$	Coglie variazioni operative nel breve e non richiede assets completi	Dipende dal denominatore (Sales) ed è sensibile a outlier	Brunello et al.(2003)
ROA	Net income / Total assets (book)	Indicatore standard, confrontabile e molto usato	Influenzato da politiche contabili e componenti non operative	Hillier et al. (2004), Amore et al. (2021)
OROA	EBIT / Total assets (book)	Focus su redditività operativa e minore impatto di voci straordinarie	Sensibile a scelte contabili su EBIT e dipende da definizione assets	Hillier et al. (2004), Bennedsen et al. (2007)
IROA	$ROA_{i,t} - \text{median}(ROA_{\text{industry},t})$	Migliora comparabilità cross-industry	Legato alla scelta del settore	Hillier et al. (2004)
STOCK RETURNS	Rendimento totale del titolo su orizzonte annuale, comprensivo di capital gain e dividendi	Forward-looking; incorpora aspettative e misura valore per azionisti	Influenzato da news concomitanti, confonde effetto CEO con shock esterni	Hillier et al. (2004)
MARKET-ADJUSTED STOCK PRICE RETURNS	Rendimento del titolo al netto di un indice di mercato (es. FT All Share)	Depura movimenti di mercato	Può riflettere motivazioni del turnover e altre notizie, sensibile alla scelta del benchmark e dell'orizzonte temporale	Hillier et al. (2004)
CAR	Rendimenti anomali cumulati in una finestra breve attorno alla data di annuncio del turnover (es. -3,+3), calcolati come somma dei rendimenti “anomali” rispetto a un rendimento atteso/benchmark	Misura l’impatto informativo immediato dell’annuncio (aggiornamento delle aspettative degli investitori).	Richiede “clean announcement”; rischio leakage; risultati dipendono dalla finestra e dalla definizione di anomalia	Hillier et al. (2004)

Riferimenti

Aguilera, R. V., & Crespi-Cladera, R. (2012). Current debates of corporate governance in family firms. *Journal of Family Business Strategy*, 3, 66–69. <https://doi.org/10.1016/j.jfbs.2012.03.006>

Ahrens, J.-P., Calabrò, A., Huybrechts, J., & Woywode, M. (2019). The Enigma of the Family Successor–Firm Performance Relationship: A Methodological Reflection and Reconciliation Attempt. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 43(3), 437-474. <https://doi.org/10.1177/1042258718816290>

Alcorn P. B. (1982). *Success and Survival in the family-owned business*. McGraw-Hill.

Amore, M. D., Bennedsen, M., Mehrotra, V., Shim, J., & Wiwattanakantang, Y. (2024). Placeholder CEOs. HKU Jockey Club Enterprise Sustainability Global Research Institute Paper Series (Paper No. 2025/115). Available at: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=5359988

Amore, M. D., Le Breton-Miller, I., Bennedsen, M., & Miller, D. (2021). Back to the future: The effect of returning family successions on firm performance, *Strategic Management Journal*, 42, pp 1432–1458, <https://doi.org/10.1002/smj.3273>.

Anderson, R. C., Duru, A., & Reeb, D. M. (2012). Investment policy in family controlled firms. *Journal of Banking & Finance*, 36(6), 1744-1758. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2012.01.018>.

Anderson, R. C., Reeb, D. M. (2003). Founding-family ownership and firm performance: Evidence from the S&P 500. *The Journal of Finance*, 58(3), pp 1301–1328, <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00567>.

Ansari, I. F., Goergen, M., Mira, S. (2014). The determinants of the CEO successor choice in family firms. *Journal of Corporate Finance*, 28, pp. 6–25, <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2013.12.006>.

Bennedsen, M., Nielsen, K. M., Pérez-González, F., Wolfenzon, D. (2007). Inside the Family Firm: The Role of Families in Succession Decisions and Performance. *The Quarterly Journal of Economics*, 122(2), pp. 647–691, <https://doi.org/10.1162/qjec.122.2.647>.

Berle, A. A., & Means, G. C. (1932). *The Modern Corporation and Private Property*. Macmillan.

Bertrand, M., & Schoar, A. (2006). The role of family in family firms. *Journal of Economic Perspectives*, 20(2), pp. 73–96, <https://doi.org/10.1257/jep.20.2.73>.

Brunello, G., Graziano, C., & Parigi, B. M. (2003). CEO turnover in insider-dominated boards: The Italian case, *Journal of Banking & Finance*, 27, pp 1027–1051, [https://doi.org/10.1016/S0378-4266\(02\)00244-3](https://doi.org/10.1016/S0378-4266(02)00244-3).

Calabrò, A., Minichilli, A., Amore, M. D., & Brogi, M. (2018). The courage to choose! Primogeniture and leadership succession in family firms. *Strategic Management Journal*, 39, pp 2014–2035, <https://doi.org/10.1002/smj.2760>.

Calabrò, A., Torchia, M., Gómez-Mejía, L. R., Pongelli, C., & Lohe, F.-W. (2025). What Are Family Firms All About? Advancing Family Business Research Through Socioemotional Wealth Theory. *Journal of Management Studies*, <https://doi.org/10.1111/joms.13263>.

Chrisman, J. J., & Patel, P. C. (2012). Variations in R&D Investments of Family and Nonfamily Firms: Behavioral Agency and Myopic Loss Aversion Perspectives. *Academy of Management Journal*, 55(4), 976-997. <https://doi.org/10.5465/amj.2011.0211>.

Comitato per la Corporate Governance. (2020). *Codice di Corporate Governance* (January 2020). Available at: <https://www.borsaitaliana.it/comitato-corporate-governance/codice/2020.pdf>

Corbetta, G., Quarato, F., & Minichilli, A. (2016). VIII Rapporto Osservatorio AUB sulle aziende familiari italiane. Osservatorio AUB. Available at: https://www.aidaf.it/wp-content/uploads/2014/09/Report-AUB-VIII-edizione_full_version.pdf.

Dell'Atti, A. (2007). Il passaggio generazionale nelle imprese familiari. Cacucci.

Demattè, C., & Corbetta, G. (Eds.). (1993). I processi di transizione delle imprese familiari. Mediocredito Lombardo.

Duran, P., Kammerlander, N., van Essen, M., & Zellweger, T. M. (2016). Doing More With Less: Innovation Input and Output in Family Firms. *Academy of Management Journal*, 59(4), 1224-1264. <https://doi.org/10.5465/amj.2014.0424>.

Eisenberg, T., Sundgren, S., & Wells, M. T. (1998). Larger board size and decreasing firm value in small firms. *Journal of Financial Economics*, 48(1), 35–54, [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(98\)00003-8](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(98)00003-8).

European Commission, Directorate-General for Enterprise and Industry. (2009). Final report of the Expert Group: Overview of family-business-relevant issues: research, networks, policy measures and existing studies. European Commission. Available at: <https://ec.europa.eu/docsroom/documents/10389/attachments/1/translations/en/renditions/native>

Fiegener, M. K., Brown, B. M., Prince, R. A., & File, K. M. (1996). Passing on strategic vision: Favored modes of successor preparation by CEOs of family and nonfamily firms. *Journal of Small Business Management*, 34(3), 15–26.

Gibb Dyer, W. (1986) Cambiamento culturale nelle imprese familiari: anticipare e gestire le transizioni aziendali e familiari. Jossey-Bass Inc. Publishers.

Gómez-Mejía, L. R., Haynes, K. T., Núñez-Nickel, M., Jacobson, K. J. L., & Moyano-Fuentes, J. (2007). Socioemotional Wealth and Business Risks in Family-Controlled Firms: Evidence from Spanish Olive Oil Mills. *Administrative Science Quarterly*, 52(1), 106–137. <https://doi.org/10.2189/asqu.52.1.106>

Gómez-Mejía, L. R., Makri, M., & Larraza-Kintana, M. (2010). Diversification decisions in family-controlled firms. *Journal of Management Studies*, 47(2), 223–252. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.2009.00889.x>.

Grossman, S. J., & Hart, O. D. (1986). The costs and benefits of ownership: A theory of vertical and lateral integration. *Journal of Political Economy*, 94(4), pp. 691–719, <https://doi.org/10.1086/261404>.

Hillier, D., & McColgan, P. (2004). Firm performance, entrenchment and managerial succession in family firms. Working paper. Available at: <https://www.ssrn.com/abstract=650161>.

Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, 76(2), pp. 323–329, <https://doi.org/10.2307/1818789>.

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), pp. 305–360, [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X).

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). Legal determinants of external finance. *The Journal of Finance*, 52(3), pp. 1131–1150, <http://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb02727.x>.

Lee, J. (2006). Family Firm Performance: Further Evidence. *Family Business Review*, 19(2), pp. 103–114, <https://doi.org/10.1111/j.1741-6248.2006.00060.x>.

Lin, W. (2025). Family succession and corporate investment policy. DBA dissertation, Singapore Management University.

Locascio Aliberti, E. (2023). *La giusta durata dell'incarico di amministratore nella s.p.a.* Giappichelli Editore.

Marris R., (1964). *The economic theory of managerial capitalism*, Macmillan and company.

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), pp 1153–1179, <https://doi.org/10.1111/joms.12095>.

Newbert, S. L., & Craig, J. B. (2017). Moving Beyond Socioemotional Wealth: Toward a Normative Theory of Decision Making in Family Business. *Family Business Review*, 1–8, <https://doi.org/10.1177/0894486517733572>

OECD (2023), G20/OECD Principles of Corporate Governance 2023. OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/ed750b30-en>.

Patel, P. C., & Chrisman, J. J. (2014). Risk abatement as a strategy for R&D investments in family firms. *Strategic Management Journal*, 35(4), 617–627. <https://doi.org/10.1002/smj.2119>.

Rizzotti, D., Frisenna, C., & Mazzone, R. (2017). The impact of family owners' monitoring on CEO turnover decisions and the role of trust. *Journal of Management and Governance*, 21, pp 599–621, <https://doi.org/10.1007/s10997-016-9367-z>.

Rosenstein, S., & Wyatt, J. G. (1990). Outside directors, board independence, and shareholder wealth. *Journal of Financial Economics*, 26(2), 175–191. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(90\)90002-H](https://doi.org/10.1016/0304-405X(90)90002-H).

Schillaci C. E. (1990). I processi di transizione del potere imprenditoriale nelle imprese familiari. Giappichelli.

Sharma, P., Chrisman, JJ, e Chua, JH (1997). Gestione strategica dell'impresa familiare: ricerche passate e sfide future. *Family Business Review*, 10 (1), 1-35. <https://doi.org/10.1111/j.1741-6248.1997.00001.x>

Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, 52(2), pp. 737–783, <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x>.

Weisbach, M. S. (1988). Outside directors and CEO turnover. *Journal of Financial Economics*, 20, 431–460. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(88\)90053-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(88)90053-0).

Yermack, D. (1996). Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics*, 40(2), 185–211, [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(95\)00844-5](https://doi.org/10.1016/0304-405X(95)00844-5).

Zingales, L. (1997). Corporate Governance. NBER Working Paper n. 6309, <https://doi.org/10.3386/w6309>.

Sitografia

Borsa Italiana (s.d.). Corporate governance, Borsa Italiana – Glossario. Available at: <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/corporate-governance.html>

Italia. (1942). Regio decreto 16 marzo 1942, n. 262 (Codice civile), art. 230-bis “Impresa familiare”. Available at: <https://www.normattiva.it/>

Italia. (1942). Regio decreto 16 marzo 1942, n. 262 (Codice civile), art. 2381. Available at: <https://www.normattiva.it/>.

Italia. (1942). Regio decreto 16 marzo 1942, n. 262 (Codice civile), art. 2392. Available at: <https://www.normattiva.it/>.

Parlamento europeo e Consiglio dell’Unione europea (2004), Direttiva 2004/25/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 21 aprile 2004, concernente le offerte pubbliche di acquisto, EUR-Lex, [art.9, art.11, art.12]. Available at: <https://eur-lex.europa.eu/eli/dir/2004/25/oj/ita>

Repubblica Italiana (1998), Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 – Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (TUF) (“Legge Draghi”), Normattiva. Available at: <https://www.normattiva.it/uri-res/N2Ls?urn:nir:stato:decreto.legislativo:1998-02-24;58>