

# POLITECNICO DI TORINO

Corso di Laurea Magistrale

in Ingegneria Gestionale

## Tesi di Laurea Magistrale

La successione dei CEO nelle imprese familiari quotate: eredi,  
differenze di genere e relazioni con la performance.



Relatore  
Prof.ssa Laura Rondi

Candidato  
Alessandra Alberghino

Anno Accademico 2020/2021

## Sommario

CAPITOLO 1 introduzione.....	4
CAPITOLO 2 Le imprese familiari.....	7
2.1 Introduzione.....	7
2.2 La creazione di un identità impresa – famiglia.....	10
2.3 Gli stakeholder coinvolti.....	12
2.4 Le imprese familiari e la creazione del valore .....	15
2.4.1 Approccio a lungo termine.....	16
2.4.2 Il capitale umano.....	17
2.4.3 La politica .....	17
2.4.4 Il nepotismo e l’eredità familiare .....	18
2.4.5 La struttura legale .....	18
2.4.6 Il fondatore - CEO .....	20
2.5 I benefici privati del controllo delle famiglie.....	22
2.5 I meccanismi per l’esercizio del controllo .....	23
2.5.1 I patti parasociali .....	23
2.5.2 Le dual class shares .....	24
2.5.3 Le piramidi.....	24
2.6 La CEO Duality .....	25
2.7 La figura della donna.....	26
CAPITOLO 3 Il contesto italiano .....	29
3.1 Cenni storici sull’economia italiana dagli anni Novanta ad oggi.....	29
3.1.1 La risposta delle imprese Italiane alla crisi.....	31
3.2 La proprietà e il controllo delle imprese Italiane .....	33
3.3 Panoramica sul contesto italiano delle imprese familiari .....	35
3.4 La Corporate Governance nelle imprese Italiane.....	38
3.5 La successione .....	40
CAPITOLO 4 La successione nelle imprese familiari.....	43
4.1 La successione .....	43
4.2 La successione e il ciclo di vita del prodotto .....	47
4.3 L’evento della successione tra soddisfazione ed efficacia .....	50
4.3.1 Il CEO uscente.....	53
4.3.2 Il CEO entrante .....	54

4.3.3	La pianificazione della successione .....	55
4.3.4	Accordo sulla continuità aziendale .....	56
4.3.5	L'accettazione dei ruoli individuali.....	56
4.4	La successione e il suo impatto nei paesi diversi .....	57
4.5	Le variabili determinanti e la performance post-successione .....	62
4.6	La questione del genere .....	67
CAPITOLO 5	Il dataset e le analisi preliminari .....	71
5.1	Introduzione all'analisi dei dati .....	71
5.2	Le principali variabili del dataset.....	73
5.3	Introduzione ai dati .....	76
5.3.1	I CEO .....	77
5.3.2	Le imprese .....	79
5.3.3	L'analisi settoriale.....	81
5.3.4	La successione .....	83
CAPITOLO 6	Analisi e risultati.....	95
6.1	Introduzione .....	95
6.2	Le imprese familiari.....	99
6.2.1	Statistiche descrittive .....	99
6.2.2	La correlazione .....	107
6.2.3	Test della differenza delle medie .....	109
6.3	La successione .....	124
6.3.1	La correlazione .....	127
6.3.2	Test della differenza delle medie .....	132
6.3.3	Analisi multivariata.....	137
CAPITOLO 7	Conclusione.....	152
Allegati	.....	154
Bibliografia	.....	157
Sitografia	.....	161

## CAPITOLO 1 introduzione

L'obiettivo del presente lavoro di tesi è di offrire una panoramica sulle caratteristiche delle imprese familiari, forma di governo societario diffusa in tutto il mondo. Il lavoro si concentra specificatamente nel contesto italiano delle imprese familiari quotate presso la Borsa di Milano: il campione utilizzato per le analisi è composto dai dati aziendali relativi agli anni dal 2000 al 2017.

L'argomento della tesi è stato scelto come approfondimento della forma societaria preponderante nel contesto nazionale. È importante comprendere le dinamiche interne alle imprese familiari che gli consentono di definire la propria competitività nel mercato. Nello specifico, sono analizzate le scelte di successione a seguito dell'uscita del CEO in carica, che può portare alla continuità interna della carica o alla sua esternalizzazione. Come si evincerà dalle analisi dei dati, la presenza di un manager familiare o di uno esterno porta a risultati statisticamente differenti e significativi; pertanto le decisioni di promozione di un determinato CEO sono rilevanti.

Nelle analisi viene eseguito lo studio dal punto di vista del genere per comprendere il ruolo delle donne nel contesto italiano ed in particolare nelle imprese familiari quotate. È importante considerare quanto il gender gap sia presente nel nostro paese e come sia necessario portare avanti iniziative che permettano alle donne di ricoprire sempre più posizioni apicali all'interno delle aziende. Tale scelta di approfondimento sulla questione del genere è nata in seguito ad un lavoro che ho svolto presso il Politecnico di Torino in collaborazione con alcune Docenti, "Diversità è Eccellenza - Bilancio di Genere 2020". Nella ricerca sono state analizzate le differenze di genere, all'interno dell'Ateneo, nei diversi ruoli ricoperti (corpo studentesco, corpo docente e personale PTA). Si è ritenuto interessante approfondire l'argomento anche nel contesto delle imprese familiari quotate, sia in termini di differenza di performance tra i CEO di genere femminile e maschile, sia rispetto alle scelte di successione interne di promozione di un erede donna o uomo come nuovo Amministratore Delegato.

Tra i fattori considerati come determinanti della successione rientra anche la presenza di eredi da parte del manager familiare uscente, la cui esistenza sarà rilevante nelle scelte del passaggio di carica. In particolare, viene valutata sia dal punto di vista del genere sia dal punto di vista della numerosità.

In primo luogo viene fornita una panoramica delle principali caratteristiche del campione: questo permette di delineare il contesto in cui saranno eseguite le analisi. In particolare, all'interno del dataset sono identificati e classificati tutti gli eventi relativi al passaggio di ruolo tra Amministratori Delegati. La successione, infatti, rappresenta l'evento determinante per la definizione dell'andamento delle performance aziendali future e per questo motivo è ampiamente studiata nella tesi. Il lavoro investiga nello specifico le quattro tipologie di trasmissione della carica che si verificano: da un CEO legato alla famiglia a un nuovo CEO, il quale può essere anch'esso interno oppure esterno, da un CEO esterno ad uno interno ed infine tra due CEO esterni. Viene studiato se la presenza di eredi di un determinato genere, quando ha luogo il cambio di carica da parte del CEO della famiglia, porti alla scelta di esternalizzazione o di continuità interna del ruolo, per evidenziare se le figlie condizionino tale decisione.

Sono eseguiti i test della differenza delle medie tra le variabili relative ai CEO interni ed esterni, tra CEO di genere femminile e maschile, e tra i diversi turnover per delineare le caratteristiche che distinguono le imprese che hanno subito determinate tipologie di passaggio di ruolo.

L'analisi prosegue con l'applicazione della regressione per identificare quali siano i determinanti e gli eventi che favoriscono la probabilità del verificarsi della successione. In primo luogo viene studiato il turnover generale, che comprende tutte le tipologie di passaggio di ruolo che possono aver luogo, e poi specificatamente la successione interna.

Gli argomenti trattati nella tesi sono riportati nei capitoli come segue: il capitolo 2 richiama la letteratura rispetto alle imprese familiari soffermandosi sulla creazione dell'identità impresa-famiglia, sulla capacità di generare valore, sugli stakeholder coinvolti e sulla figura della donna all'interno di questa categoria. Nel capitolo 3 viene introdotto il contesto economico italiano in cui operano le imprese oggetto delle analisi: cenni storici

dell'economia italiana dagli anni novanta ad oggi, le imprese familiari e la corporate governance, e l'evento della successione. Il capitolo 4 analizza nello specifico la letteratura relativamente l'evento della successione: le differenze tra i diversi paesi, le variabili determinanti e alla questione del genere. Nel capitolo 5 sono introdotte le variabili che saranno utilizzate nelle analisi e viene fornita una panoramica generale ai dati rispetto alla successione e la questione del genere. Infine, nel capitolo 6 sono effettuate le analisi statistiche sia relativamente il campione totale delle imprese familiari, per evidenziare le caratteristiche tipiche della tipologia di aziende, sia specificatamente la successione. Le analisi eseguite sono il test della differenza della media e la regressione.

## CAPITOLO 2 Le imprese familiari

### 2.1 Introduzione

*"Tutto quello che ho, l'ho ereditato.  
Ha fatto tutto mio nonno.  
Devo tutto al diritto di proprietà  
e al diritto di successione,  
io vi ho aggiunto il dovere della responsabilità"*

Giovanni Agnelli

Con l'espressione impresa familiare si fa riferimento alla categoria aziendale in cui la famiglia proprietaria detiene una quota di capitale elevata, la quale le consente l'esercizio del controllo. Tuttavia ancora oggi non esiste una definizione univoca rispetto a questa tipologia aziendale, poiché ogni impresa familiare si differenzia per dimensione, corporate governance, grado di controllo e potere della famiglia. Infatti, la letteratura stessa che analizza questa classificazione di aziende tende a fornirne una propria definizione e classificazione.

Tra le imprese quotate, quelle che presentano una struttura familiare sono altrettanto diffuse quanto le imprese con azionariato diffuso. Se le imprese familiari producano più valore rispetto a quelle non familiari rimane una questione ancora aperta: alcuni studiosi affermano che le imprese familiari presentino una *q di Tobin*<sup>1</sup> inferiore a quella delle aziende non familiari, mentre altri giungono alla conclusione opposta (Villalonga, Amit, 2004).

---

<sup>1</sup> Calcolato come il rapporto fra la somma dei valori di mercato di azioni e obbligazioni di un'impresa e il valore di rimpiazzo degli attivi necessari al funzionamento dell'impresa stessa.

La caratteristica principale di questa tipologia di imprese è l'alto grado di concentrazione di proprietà<sup>2</sup>, controllo<sup>3</sup> e management<sup>4</sup> in mano ai membri della famiglia, grazie alla quota elevata di capitale di rischio di proprietà del nucleo familiare anche dopo la successione del fondatore (Bertrand e Shoar, 2006). Si distinguono dalle altre tipologie aziendali, proprio per l'elevata sovrapposizione tra due realtà organizzative diverse per natura e scopo: l'impresa e la famiglia.

Il coinvolgimento familiare nel business è molto frequente in paesi situati in America Latina, Africa, Medio oriente, Asia ed Europa, seppure siano presenti in modo eterogeneo all'interno di questi (Bertrand e Shoar, 2006). Burkart, Panunzi e Shleifer (2003) affermano infatti come l'assetto aziendale familiare sia il più diffuso in tutto il mondo, sia tra le imprese private sia tra le imprese quotate.

Le imprese familiari possono essere suddivise in due macro-categorie principali: quelle in cui proprietà e management fanno riferimento alla sola famiglia e quelle in cui la famiglia è proprietaria assoluta o di maggioranza, ma affida il management a un CEO esterno professionale. Infatti, proprio in base al grado di copertura delle funzioni imprenditoriali, manageriali e operative da parte dei familiari, le imprese presentano caratteristiche e determinanti differenti (Dall'Atti, 2007).

Inoltre, il livello di separazione tra proprietà e management varia a seconda dei diversi paesi: negli Stati Uniti vi è la tendenza all'esternalizzazione del management e della proprietà, mentre in Europa prevale la tendenza alla continuità familiare tra le varie generazioni con la possibilità di assumere CEO esterni o mantenere la gestione internamente (ad esempio BMW e FIAT nel primo caso e Peugeot nel secondo caso). Analogamente all'Europa si comportano i Paesi emergenti, in cui sia la proprietà sia il

---

<sup>2</sup> "Diritto di godere e disporre delle cose in modo pieno ed esclusivo, entro i limiti e con l'osservanza degli obblighi stabiliti dall'ordinamento giuridico", Treccani.

<sup>3</sup> "Funzione di analisi e controllo dei costi industriali e degli investimenti esercitata da un esperto che verifica quotidianamente l'andamento delle attività industriali e commerciali." Treccani.

<sup>4</sup> "L'attività del manager, soprattutto come direzione di una società, di un'impresa commerciale o industriale, volta al conseguimento del massimo profitto e in quanto tale distinta dalla gestione di aziende pubbliche e dei servizi, cui si preferiva attribuire la denominazione di *amministrazione*." Treccani.

management tendono a rimanere all'interno della famiglia. (Burkart, Panunzi e Shleifer, 2003).

È possibile delineare nel dettaglio quattro categorie di impresa familiare:

- *Impresa familiare di lavoro*: la famiglia promuove la partecipazione nell'attività lavorativa all'interno dell'impresa di tutti i suoi componenti.
- *Impresa familiare di direzione*: la famiglia inserisce nel contesto aziendale i parenti più idonei allo svolgimento dell'attività imprenditoriale.
- *Impresa familiare di investimento*: i ruoli di management dell'azienda non sono ricoperti dai membri della famiglia, ma grazie alla loro quota di controllo possono sorvegliare le decisioni di investimento e svolgere attività di controllo sulle scelte gestionali.
- *Impresa familiare congiunturale*: il legame tra la famiglia e l'azienda è connesso alla tradizione più che alla volontà degli eredi di esercitare l'attività imprenditoriale nell'azienda. Se si verificasse la possibilità di vendere le azioni o consentire l'entrata di altri soci esterni nel capitale, questa decisione verrebbe approvata da parte dei familiari trascurando la continuità del legame che ha tenuto unite nel tempo l'impresa e la famiglia.

Nel contesto reale nei primi anni di attività le imprese tendano ad assumere le caratteristiche tipiche dell'impresa familiare di lavoro, per poi passare con il tempo in impresa familiare di direzione e solo successivamente, a seguito dei diversi passaggi generazionali, nella modalità di impresa familiare di investimento o congiunturale (Dall'Atti, 2007).

Alcuni studiosi affermano che una cultura del business improntata su forti legami familiari impedisca ed ostacoli lo sviluppo economico. Già nel 1904 Max Weber<sup>5</sup> affermava che una cultura basata su legami familiari forti rischia di frenare lo sviluppo capitalistico dell'economia, per cui è necessaria una forma più individualistica di imprenditorialità e di

---

<sup>5</sup> Sociologo, economista e storico tedesco, considerato padre fondatore dello studio moderno della sociologia. (1864-1920).

M. Weber, *Economia e società*, Edizioni di comunità, Milano, 1961.

assenza di nepotismo. Dello stesso pensiero è Christensen<sup>6</sup> che nel 1953 dimostrò la presenza di un limite alla possibilità di successione interna nelle imprese familiari, ritenendo necessario, nei successivi stadi di vita dell'impresa, il passaggio di ruolo ad esterni professionisti. Nel 1958 Banfield<sup>7</sup> prende come campione di riferimento il paese di Chiaromonte situato nell'Italia del Sud, per comprendere le ragioni dello sviluppo economico più lento rispetto al Nord Italia. Tra i motivi della loro incapacità a reagire alle dure condizioni economiche quella più importante prende il nome di "*familismo amorale*", per cui l'individuo perseguirebbe solo l'interesse della propria famiglia e mai quello della comunità, che richiede cooperazione tra non consanguinei. Secondo questa teoria gli individui massimizzano i vantaggi immediati della propria famiglia, supponendo che tutti agiscano alla stessa maniera. Un argomento simile è stato poi sviluppato da Fukuyama<sup>8</sup> (1995), il quale afferma che nelle società in cui la cultura porta le persone a fidarsi solo delle loro strette reti familiari, viene anche insegnato loro a diffidare delle persone al di fuori di tale nucleo, ostacolando lo sviluppo di istituzioni formali nella società. In relazione a un visione culturale basata su questi forti valori, quando i fondatori danno troppo peso al mantenimento dell'attività in famiglia possono emergere organizzazioni economiche non ottimali (Bertrand e Shoar, 2006).

## 2.2 La creazione di un identità impresa – famiglia<sup>9</sup>

Sono tre i fattori da cui dipende la creazione dell'identità impresa - famiglia: la visibilità della famiglia nell'impresa come coalizione controllante, le intenzioni del trasferimento transgenerazionale del controllo familiare, e la capacità dell'azienda di migliorare la

---

<sup>6</sup> R. C. Christensen, Management succession in small and growing enterprise, The Andover Press, 1953.

<sup>7</sup> E. C. Banfield, Familismo amorale, Free Press, 1958.

<sup>8</sup> F. Fukuyama è un politologo Statunitense.

F. Fukuyama, Trust: The new foundations of social prosperity, 1995.

<sup>9</sup> I concetti riportati nel seguente paragrafo sono sviluppati sulla base del lavoro di Zellweger, Nason et al., Why do family firms strive for nonfinancial goals? An organizational identity perspective, Sage Journal, 2011.

percezione del nome della famiglia. La reputazione dell'impresa familiare varia a seconda dell'intensità dei tre fattori sopra elencati.

Zellweger, Nason et al. (2011) utilizzano la prospettiva dell'identità organizzativa, sostenendo che per molte famiglie controllanti è importante creare un'identità che si adatti alla loro concezione di famiglia - impresa. Con identità familiare si indica il significato che i componenti stessi della famiglia attribuiscono all'impresa ed è sempre a suo modo unica, poiché racchiude la loro storia, ricordi di tempi felici o tristi, accadimenti di tempi precedenti o beni ereditati. L'organizzazione riflette il punto di vista collettivo della famiglia e la presenza di parenti in posizioni lavorative al suo interno implica che la famiglia e l'impresa debbano armonizzare dal punto di vista di obiettivi e valori. Questa fusione è influenzata da quanto la famiglia decide di integrare la propria identità all'interno dell'organizzazione. Le famiglie saranno più incentivate a fornire un'identità organizzativa alla loro impresa se questo contribuisce a differenziarle dalla concorrenza. Anche quando i membri appartenenti alla famiglia sono associati all'identità dell'azienda sono motivati al miglioramento della reputazione, poiché la conoscenza pubblica del legame tra l'individuo e l'organizzazione crea aspettative sul loro comportamento.

La continuità aziendale all'interno della famiglia mostra la volontà di rendere l'identità un elemento duraturo al suo interno. Si tratta, infatti, di un fattore caratteristico di questa tipologia aziendale, poiché si cerca di preservare l'identità dell'organizzazione nel tempo tramite i passaggi generazionali.

Infine, anche l'auto-miglioramento è un determinante che porta alla creazione dell'identità impresa-famiglia: l'individuo vuole essere associato ad un'azienda con caratteristiche come competenza, efficienza e moralità. Se l'azienda possiede qualità che migliorano la reputazione della famiglia, aumenta la volontà della creazione di un'identità tra la famiglia e l'impresa. Al contrario, se l'associazione con l'impresa conferisce prerogative negative, a seguito di comportamenti sociali scorretti o di corruzione, la potenziale gloria derivante dall'associazione impresa-famiglia è sostituita da disagio e la famiglia sarà propensa a nascondere o terminare i rapporti con l'azienda così da non infangare il proprio nome.

### 2.3 Gli stakeholder coinvolti<sup>10</sup>

Freeman nel suo lavoro sulla Teoria degli Stakeholder<sup>11</sup> definisce come *stakeholder* “ogni gruppo o individuo che può influenzare o è influenzato dal raggiungimento degli obiettivi aziendali”: sono tutti i soggetti e gruppo di individui quali azionisti, dipendenti, clienti, fornitori e agenzie governative ben identificabili, da cui l'impresa dipende per la sua sopravvivenza. Sono individui che partecipano alla creazione stessa degli obiettivi aziendali, che si relazionano ed intrattengono contatti con l'azienda ed insieme ad essa partecipano al processo di generazione del valore. La Teoria degli Stakeholder studia come i diversi attori entrano in relazione con l'impresa e le loro modalità di interazione, definendo l'origine e la natura della relazione e le singolarità che ne derivano.

Tramite il perseguimento e il raggiungimento di performance finanziarie e non finanziarie le imprese familiari mirano al soddisfacimento simultaneo di stakeholder multipli. È fondamentale comprendere come le diverse dimensioni aziendali siano correlate tra loro e contribuiscano ad un sufficiente soddisfacimento degli stakeholder. Per sviluppare queste analisi, Zellweger, Nason et al. (2008) hanno applicato la Teoria degli Stakeholder specificatamente alle imprese familiari. Le imprese familiari hanno di fatto uno stakeholder in più rispetto alle altre tipologie: la famiglia, che è lo stakeholder chiave che fornisce unicità a questa tipologia aziendale. Questo gruppo ha obiettivi unici, molti dei quali non economici, quali l'armonia, impiego per i parenti e il mantenimento del controllo. Gli individui nelle imprese familiari spesso rivestono il ruolo di stakeholder multiplo, quali impiegato, manager, proprietario, membro familiare ecc. Pertanto l'azienda familiare è incentivata a soddisfare le aspettative degli stakeholder poiché portano benefici da più punti di analisi.

---

<sup>10</sup> I concetti riportati nel seguente paragrafo si riferiscono ai seguenti paper:

Zellweger, Nason et al., *Why do family firms strive for nonfinancial goals? An organizational identity perspective*, Sage Journal, 2011.

Zellweger, Nason, *A stakeholder perspective on family firm performance*, Family Business Review, vol. XXI, no.3, 2008.

<sup>11</sup> R. Freeman, *Strategic Management: A Stakeholder Approach*, Harpercollins College Div, 1984.

Gli stakeholder sono studiati secondo quattro livelli di analisi, e sono formulate le seguenti affermazioni sui benefici attesi relativi al soddisfacimento delle richieste dei diversi stakeholder:

- *Livello del proprietario individuale e manager:* i proprietari-manager ricevono beneficio sia dai flussi di reddito generati dall'attività imprenditoriale sia dalle "condizioni di lavoro" in cui si trovano a operare, tra cui benefici quali l'autonomia decisionale, il potere, il prestigio e la reputazione.
- *Livello dell'organizzazione:* l'organizzazione è considerata come uno stakeholder, poiché senza un'adeguata performance a livello di organizzazione nel lungo periodo l'azienda stessa cesserebbe di esistere. Il salario, la crescita in termini di vendite, la reputazione della compagnia e la sicurezza degli impiegati rientrano tra i risultati di prestazione che soddisfano la domanda degli stakeholder a questo livello di analisi.
- *Livello della società:* lo stakeholder a livello della società comprende tutti gli individui o gruppi esterni all'organizzazione che sono influenzati dallo scopo dell'impresa e che ritrovano il loro soddisfacimento a seconda del livello di responsabilità sociale delle aziende. Tra i risultati di prestazione che soddisfano i bisogni degli stakeholder a livello della società vi si trovano la filantropia, le iniziative sociali e ambientali e la creazione di posti di lavoro.
- *Livello della famiglia:* gli obiettivi dettati dalla famiglia sono spesso riscontrati nella ricerca di autonomia in termini finanziari, nella cultura del business e nella selezione di investimenti a lungo termine. I risultati che soddisfano la domanda a livello di stakeholder familiare non includono solo la sfera finanziaria, ma anche gli obiettivi non finanziari, come il controllo, la continuità, la reputazione e il senso di appartenenza.

I diversi stakeholder coinvolti nell'azienda portano avanti richieste diverse, necessarie al soddisfacimento dei loro bisogni, e l'azienda tramite il raggiungimento dei suoi obiettivi può di conseguenza andare ad appagare le richieste di più stakeholder. Ad esempio, dal punto di vista finanziario il valore economico delle azioni è in grado di accontentare i

bisogni di stakeholder multipli in un'impresa familiare, il cui capitale è detenuto dal proprietario familiare e da investitori esterni. L'aumento del valore delle azioni appaga la domanda dei proprietari del capitale poiché aumenta la loro ricchezza finanziaria. La famiglia è soddisfatta perché aumentando il valore azionario detenuto dalla stessa, aumenta anche la sua possibilità di ricevere dividendi. Infine, i proprietari esterni alla famiglia rientrano nella definizione di stakeholder a livello di organizzazione, anch'essi appagati poiché la loro quota di proprietà cresce in termini di valore finanziario. Ugualmente, dal punto di vista di risultato non finanziario, una reputazione aziendale ottima può andare ad impattare tutti e quattro i livelli di stakeholder elencati precedentemente.

Tra i risultati raggiunti dall'azienda esiste una relazione casuale, ovvero un risultato operativo può influenzare altri risultati, e di conseguenza accontentare i bisogni di diversi stakeholder. Una prova è fornita dalla filantropia, che si può manifestare tramite la donazione di fondi per la ricerca contro il cancro, soddisfacendo stakeholder presenti a livello della società quali gruppi di ricerca o i pazienti stessi, ma crea anche vantaggi in termini di tasse per l'impresa stessa, che porterà un effetto positivo a livello del proprietario. Questo concetto di esistenza di una relazione tra i risultati operativi indica che due risultati possono influenzarsi l'un l'altro nella stessa direzione (positiva o negativa): ad esempio l'andamento delle vendite (a livello di stakeholder dell'organizzazione) e il ROA (a livello di stakeholder familiari) presentano una correlazione positiva poiché se le vendite aumentano e la struttura dei costi e le attività sono mantenute costanti, anche il ROA aumenterà (Zellweger e Nason, 2008).

La reputazione di un'organizzazione si costruisce tramite la percezione che riceve dagli stakeholder, pertanto si rivela fondamentale per la famiglia comprendere come accontentare i principali stakeholder esterni. Le imprese spesso portano avanti strategie per aumentare la loro reputazione sociale anche a livello locale e rafforzare il livello di engagement con la comunità, come il supporto a squadre sportive, il finanziamento di eventi no profit e culturali. Anche gli impiegati interni senza legami di parentela sono degli stakeholder fondamentali per la costruzione della reputazione aziendale: la famiglia sarà

incline a incontrare i loro bisogni e a portare avanti pratiche lavorative responsabili. La crescita dell'identificazione di stakeholder esterni con l'organizzazione rafforza l'effetto di crescita della reputazione, e per tale ragione l'azienda tende a voler soddisfare tutti i diversi stakeholder (Zellweger, Nason et al., 2011).

## 2.4 Le imprese familiari e la creazione del valore <sup>12</sup>

Quando si parla di imprese familiari bisogna differenziare, come anticipato precedentemente, tra tre elementi fondamentali per la sua definizione: la *proprietà*, il *management* e il *controllo*. Villalonga e Amit (2004) si domandano quale sia il contributo che questi tre livelli apportano alla creazione del valore per l'azienda. La proprietà familiare raramente si trova isolata dal concetto di management o di controllo, ed è quindi difficile capire l'apporto che la proprietà detenuta dalla famiglia fornisce alla creazione del valore per l'impresa. La presenza di manager familiari elimina la separazione che esiste tra il management e l'assetto proprietario, che in accordo con la Teoria di Agenzia<sup>13</sup> crea un effetto positivo sul valore dell'azienda. Tuttavia, questo effetto è spesso compensato dai costi della gestione familiare che risultano più elevati se i possibili professionisti esterni fossero manager migliori dei fondatori di famiglia o dei loro eredi. Infine, rispetto al controllo, se la famiglia sfrutta la sua posizione di controllo per trarne benefici privati a discapito degli altri azionisti di minoranza, allora porta alla distruzione del valore. Il controllo familiare in eccesso rispetto alla proprietà detenuta si manifesta sotto forma di più classi di azioni, di piramidi, di partecipazioni incrociate o di accordi di voto e, in generale, questi meccanismi riducono il valore per gli altri azionisti (Villalonga e Amit, 2004). In sintesi la proprietà è il mezzo principale, ma non esclusivo, con cui la famiglia esercita il controllo e può essere integrata con altri strumenti sia di natura contrattuale

---

<sup>12</sup> La maggior parte dei concetti riportati nel seguente paragrafo sono relativi al paper Bertrand M., Shoar A., The role of family in family firms, Journal of Economics Perspectives, 2006.

<sup>13</sup> La Teoria di Agenzia riguarda in generale qualsiasi relazione tra principale e agente, in cui vi sia una delega di potere dall'uno all'altro.

(quali patti parasociali, azioni dual classe cc..) sia di natura informale (Giacomelli e Trento, 2005).

Come già spiegato precedentemente non vi è unanimità nel definire la maggior creazione di valore da parte delle imprese familiari, ma il contesto e il applicazione e il campione di riferimento analizzato possono portare a risultati differenti.

Bertrand e Schoar (2006) sostengono che la cultura familiare sia un aspetto determinante di primo ordine dei risultati economici. In primo luogo, la loro analisi dimostra l'esistenza di correlazioni sistematiche tra la forza dei legami familiari e i ritorni economici dell'azienda. Infatti, i paesi basati su una cultura in cui la famiglia è generalmente riconosciuta come elemento fondamentale presentano un livello di PIL pro capite inferiore, dimensione aziendale inferiore, una percentuale di lavoratori autonomi più elevata, meno imprese quotate in borsa e una frazione più piccola del valore di mercato totale controllato dalle famiglie.

Di seguito sono riportate alcune teorie secondo cui il controllo familiare fornisce alle loro imprese un vantaggio competitivo, consentendo loro la creazione di valore e il raggiungimento di determinati risultati economici.

#### 2.4.1 Approccio a lungo termine

Le imprese a controllo familiare adottano una strategia gestionale con una prospettiva di medio-lungo periodo, come è dimostrato dalla presenza stessa nel contesto reale di imprese familiari longeve. Contrariamente, le imprese ad azionariato diffuso tendono ad adottare un'ottica di breve periodo. Il concetto di esistenza di un legame tra la generazioni presenti e quelle future, che si attesta tipicamente nelle imprese familiari, spinge le imprese a focalizzarsi sugli obiettivi di lungo periodo e alla massimizzazione degli investimenti e del "capitale paziente"<sup>14</sup>, cosa che non si verifica nelle imprese con azionariato diffuso.

---

<sup>14</sup> Con "Capitale paziente" si intende capitale a lungo termine, da cui l'investitore non si aspetta un rapido profitto.

#### 2.4.2 Il capitale umano

Dal punto di vista del capitale umano, se esistesse una correlazione all'interno della famiglia nel trasferimento del talento manageriale i legami familiari, darebbero accesso a un più ampio pool di individui competenti. La trasmissione delle conoscenze tra i manager - fondatori ed i figli, ad esempio tramandando le competenze relative la gestione dell'attività prima che gli stessi siano coinvolti nel business aziendale, aumenta il livello di capitale umano da cui le imprese familiari attingono le proprie risorse. I figli dei fondatori, infatti, solitamente entrano in contatto con l'azienda prima di farne formalmente parte. Inoltre, la cooperazione che può naturalmente esistere tra i membri della famiglia può portare a risparmiare sui costi associati al funzionamento dell'organizzazione: potrebbe esserci meno bisogno di spendere risorse per monitorare i manager che sono membri della famiglia, con cui condividono obiettivi e visione, o per coordinare le diverse attività che svolgono.

#### 2.4.3 La politica

I legami con la politica possono fornire grandi benefici, specialmente in economie con elevati livelli di corruzione, poiché facilitano a chi è in possesso di tali vantaggi l'accesso alle risorse pubbliche: credito agevolato, contratti governativi o legislazione favorevole. Nei paesi che presentano tali caratteristiche le imprese familiari potrebbero essere particolarmente ben posizionate per avvantaggiarsi di tali trasferimenti, poiché spesso possiedono ampie reti di parentela che si estendono anche attraverso la politica. Rispetto alle altre tipologie aziendali, per quelle familiari è più facile creare buone connessioni con il mondo della politica e trarre vantaggio dalle conoscenze; i loro obiettivi a lungo termine li incentivano a costruire tali relazioni. Al contrario, le imprese che hanno una visione di breve periodo usufruirebbero meno di questi contatti. Questo tipo di legame tra le famiglie e la politica genera benefici privati alle prime, ma è socialmente inefficiente se queste imprese sotto-performano e porta alla creazione di implicite barriere all'entrata alle imprese più innovative ed efficienti. Sono, infatti, state evidenziate connessioni tra la presenza di forti business familiari e il livello di corruzione presente nel paese (Morck e Yeung, 2004).

#### 2.4.4 Il nepotismo e l'eredità familiare

Tra i tipici valori riconducibili alle imprese familiari è possibile individuare: il nepotismo<sup>15</sup>, l'eredità familiare e le norme di eredità. Il fenomeno del nepotismo è largamente presente nelle aziende che operano in paesi con una forte cultura basata sui legami familiari, secondo cui i fondatori ricevono beneficio nel coinvolgere all'interno del business i parenti piuttosto che assumere manager esterni dal mercato del lavoro. Questo fenomeno verrà approfondito nel Capitolo 4 "La successione nelle imprese familiari". La volontà di costruire un'eredità familiare è influenzata dalla presenza di credenze culturali, tipiche del paese in cui l'impresa si trova. Tuttavia il desiderio di garantire la sopravvivenza e il controllo familiare tra generazioni successive non sempre è in linea con le migliori strategie di lungo periodo. Infine, il più caratteristico dei vincoli all'interno delle imprese familiari sono le regole di eredità che governano molte di queste imprese: tali norme di eredità variano dalle decisioni per cui il figlio maggiore eredita tutto, a regole di condivisione uguale tra tutti i figli del fondatore. Norme di successione rigide possono avere costi diretti per le imprese familiari, ma regole di condivisione in parti uguali tra tutti i eredi possono portare a conflitti interni, dal momento che spesso la cooperazione tra fratelli può risultare difficoltosa.

#### 2.4.5 La struttura legale<sup>16</sup>

Tra le motivazioni che ritengono le imprese familiari superiori alle altre tipologie, si annovera quella secondo cui i legami familiari sono un'ottima soluzione nei paesi in cui è presente una struttura legale debole, poichè la lealtà tra i membri della famiglia può essere un sostituto alla debole esecuzione contrattuale (*second best solution*<sup>17</sup>).

Nelle economie in cui la protezione verso gli azionisti di minoranza è debole vi si trovano poche imprese ad azionariato diffuso, ma sono preferite quelle in cui è sempre presente un'azionista di maggioranza, come quelle controllate dalle famiglie o statali (questa considerazione vale anche per le imprese di dimensioni più grandi). Gli azionisti di

---

<sup>15</sup> "La tendenza a favorire i congiunti, senza aver molto riguardo ai loro meriti, naturale" Treccani.

<sup>16</sup> I concetti presenti nel seguente sotto paragrafo si riferiscono allo studio di Burkart, Panunzi e Shleifer (2003).

<sup>17</sup> La teoria del Second Best Solution studia la seconda migliore soluzione quando l'ottimo paretiano non può essere ottenuto, nell'ambito dell'economia del benessere.

controllo tendono ad esercitare sulle imprese un potere notevolmente superiore ai loro diritti di flusso di cassa derivanti dalla quota proprietaria che detengono, principalmente attraverso meccanismi quali piramidi e partecipazione nella gestione. Questo porta ad una divergenza e conflitto di interessi tra le due classi di azionisti, fornendo la possibilità alla famiglia di espropriare gli azionisti esterni. Nei paesi in cui è presente un'elevata protezione legale, ovvero in cui l'espropriazione degli azionisti di minoranza è limitata dalla legge, gli investitori pagano un prezzo più alto per le loro azioni e gli azionisti di controllo sono disposti a ridurre la loro partecipazione o addirittura a rinunciare al controllo. In questi sistemi la proprietà è meno concentrata e al mercato azionario è attribuito maggior valore. Contrariamente, è presente una concentrazione di proprietà più elevata e un mercato azionario meno sviluppato nei paesi con bassa protezione legale. Il livello di dispersione della proprietà è quindi riconducibile al livello di protezione legale presente nei confronti degli azionisti di minoranza, nei diversi paesi: un'elevata dispersione di azionariato è tipica dei paesi appartenenti al sistema giuridico *Common Law*<sup>18</sup>.

Il conflitto di agenzia che si genera tra gli azionisti di controllo e quelli di minoranza può essere quindi contenuto rafforzando le leggi a favore e protezione di questi ultimi, in modo che la loro espropriazione sia minima. Il *Cadbury Report* (1992)<sup>19</sup> ha proposto cambiamenti obbligatori nella formazione dei Consigli di Amministrazione delle imprese Europee, tuttavia non è emersa nessuna relazione certa tra la struttura del Consiglio di Amministrazione e il livello di espropriazione degli azionisti di minoranza. (La Porta, Lopez-de-Silanes, 1998).

Anche Burkart, Panunzi e Shleifer (2003) formalizzano in un loro studio il concetto di controllo familiare come sostituto di una debole protezione legale, e la decisione di mantenere il controllo internamente alla famiglia in relazione al grado di protezione legale presente. La famiglia del fondatore quando è l'azionista di maggioranza svolge il compito

---

<sup>18</sup> Per *Common Law* si intende un modello di ordinamento giuridico, di origine britannica, basato maggiormente sui precedenti giurisprudenziali più che sulla codificazione.

<sup>19</sup> *Report of the Committee on Financial Aspects of Corporate Governance*, noto come *Cadbury Report* da Adrian Cadbury, presidente del comitato. Fu presentato nel 1992, è il primo e il più importante rapporto in materia di *corporate governance*.

del monitoraggio interno, e in una certa misura può controllare l'espropriazione degli azionisti di minoranza.

Quando la protezione legale del paese è elevata, la forma aziendale migliore è quella ad azionariato diffuso in cui l'impresa è gestita da un manager esterno, poiché non c'è necessità di un potere familiare forte che svolga l'attività di monitoraggio. Quando la protezione legata agli investitori esterni è moderata, i vantaggi dell'assunzione di manager professionali sono ancora abbastanza elevati da consentire all'imprenditore di cedere il controllo, ma la famiglia tende a rimanere tra gli azionisti di maggioranza e monitorare il manager, per cui la legge non è forte abbastanza da controllarne la discrezionalità. Questa condizione fa scaturire due conflitti di agenzia: tra il manager e gli azionisti di maggioranza, e tra questi due e gli azionisti di minoranza esterni. Infine, con una protezione legale degli azionisti di minoranza debole la capacità del fondatore di gestire la discrezionalità è limitata, e il management rimane internamente alla famiglia anche quando potrebbe essere gestito più efficientemente da un esterno. In questa situazione, i conflitti di agenzia sarebbero troppo elevati per poter separare proprietà e management. La separazione tra management e proprietà è indicatore di un ambiente di Corporate Governance aziendale superiore, per cui la mancanza di separazione tra proprietà e gestione indica sistemi finanziari sottosviluppati.

#### 2.4.6 Il fondatore - CEO

Villalonga e Amit (2004) studiano in particolare le imprese familiari in cui il fondatore ricopre il ruolo di CEO, su un campione di 508 imprese quotate rientranti in Fortune-500<sup>20</sup>, tra il 1994 e il 2000. Il loro studio dimostra che, fino a quando il fondatore ricopre cariche nell'azienda avere un management familiare aggiunge valore all'impresa, arrivando a generare un valore fino al 19% in più rispetto alle imprese non familiari. Quando il fondatore è ancora attivo nell'azienda come Amministratore Delegato o come Presidente del Consiglio di Amministrazione con un manager esterno le imprese familiari creano valore per tutti gli azionisti, anche quelli di minoranza. Quando non è utilizzato nessun

---

<sup>20</sup> Fortune 500 è una lista annuale compilata e pubblicata dalla rivista *Fortune* che classifica le 500 maggiori imprese societarie statunitensi misurate sulla base del loro fatturato.

meccanismo per aumentare il controllo e facilitare l'espropriazione di azionisti non familiari (azioni con differenti diritti di voto, piramidi, patti incrociati o accordi di voto ecc..), allora i fondatori creano il massimo valore per l'azienda. Invece quando l'azienda è guidata dagli eredi, a seguito della loro tendenza ad appropriarsi di benefici privati che derivano dal controllo, vi è distruzione del valore e gli azionisti di minoranza si trovano in una condizione peggiore rispetto a quella delle imprese non familiari, in quanto sarebbero esposti solo al classico rapporto di agenzia con i manager. In particolare, l'effetto negativo sul valore aziendale dei CEO eredi è attribuibile alla seconda generazione, mentre lo studio dimostra che a partire dalla quarta generazione si riscontra nuovamente un effetto positivo.

Il loro studio ha dimostrato che il classico conflitto che esiste tra azionisti e manager delle imprese non familiari, è più costoso del conflitto tra azionisti familiari e non in un'azienda familiare in mano al fondatore. Tuttavia il conflitto tra azionisti, familiari ed esterni, nell'impresa in mano agli eredi è più costoso del conflitto tra azionisti e manager delle imprese non familiari.

Villalonga e Amit (2004) nelle loro analisi usano diverse definizioni per classificare le imprese familiari, e in tutte appare un maggior valore, seppur non in egual misura per tutte le definizioni, rispetto alle imprese non familiari.

## 2.5 I benefici privati del controllo delle famiglie<sup>21</sup>

In presenza di imprese con proprietà concentrata, il possesso della quota di controllo permette all'azionista di maggioranza di usufruire dei benefici privati del controllo, ovvero utilità privata (finanziaria e non finanziaria) raggiunta a spese degli investitori esterni. I proprietari sono propensi al mantenimento di un'elevata quota proprietaria che gli permetta l'esercizio del controllo.

Zellweger e Nason (2011) studiano la tendenza a perseguire benefici non finanziari, particolarmente prominenti nel contesto delle imprese familiari. Questi obiettivi vengono inseguiti quando le famiglie controllanti portano avanti strategie centrate sulla famiglia (Carney 2005), e quando cercano di preservare la ricchezza socio-emotiva che deriva dal detenere la quota di controllo. I benefici non finanziari sono aspetti aziendali non monetari quali l'identità, l'autonomia e il controllo, la lealtà e la fiducia, la capacità di esercitare l'influenza familiare, la perpetuazione della dinastia e la buona reputazione.

Nel contesto delle imprese familiari si ritrova un'elevata eterogeneità nella loro struttura interna, e questo si riscontra anche nella diversa intensità nel perseguire i loro obiettivi non finanziari (Pearson, Carr e Shaw ,2008). Tendono a percepire l'impresa come la "loro" impresa, fornendo alla famiglia l'opportunità di ricercare benefici individualistici centrati sulla famiglia, diversamente dalle altre tipologie di proprietari e manager esterni, i quali sfruttano la loro posizione dominante al solo perseguimento dei loro obiettivi finanziari (pratica del *tunnelling*) (Carney 2005).

Le famiglie che controllano si adopereranno per ottenere determinati obiettivi che le aiutino a creare una percezione favorevole dell'impresa da parte della società e godere del beneficio positivo della percezione pubblica della famiglia. La forte dipendenza tra identità familiare e impresa incentiva la creazione di una percezione favorevole dell'impresa da stakeholder non familiari e una maggiore preoccupazione per la reputazione (Brickston 2007). Tra i benefici non finanziari a livello familiare vi si ritrovano l'onore, lo status sociale

---

<sup>21</sup> I concetti riportati nel seguente paragrafo sono sviluppati sulla base del lavoro di Zellweger, Nason et al., *Why do family firms strive for nonfinancial goals? An organizational identity perspective*, Sage Journal, 2011.

percepito nella comunità e l'armonia tra i membri familiari, mentre a livello d'impresa, ovvero in relazione a stakeholder esterni, vi si trovano relazioni di stima con fornitori e clienti, rispetto per l'ambiente, supporto per la comunità locale, rapporto e fiducia con gli impiegati.

Infine come è già stato spiegato precedentemente nel capitolo, uno dei maggiori benefici che hanno le famiglie controllanti è la possibilità di espropriazione degli azionisti di minoranza, specialmente in sistemi legali che attuano una debole protezione.

## 2.5 I meccanismi per l'esercizio del controllo

La famiglia proprietaria, grazie alla quota elevata di azioni che possiede, può esercitare direttamente il controllo all'interno dell'azienda. Tuttavia sono spesso utilizzati, da parte di queste, anche altri meccanismi per rafforzare l'esercizio ed avere un controllo maggiore rispetto ai diritti che detengo rispetto alla loro proprietà.

### 2.5.1 I patti parasociali

I patti di sindacato sono coalizioni che consentono a pochi azionisti con quote rilevanti di unirsi e controllare la totalità delle decisioni dell'impresa e perseguire obiettivi comuni, anche se individualmente non sono proprietari della la quota di controllo. Trattandosi di veri e propri contratti di diritto privato producono effetti solamente tra le parti che li sottoscrivono, hanno ovvero esecuzione obbligatoria. Sono accordi che vincolano solo i soci che partecipano e sono soggetti alle regole legali dei contratti generali. Possono riguardare tutti gli ambiti della vita societaria, dalle decisioni amministrative alle decisioni patrimoniali, e hanno per oggetto l'esercizio del diritto di voto nelle società e per effetto l'esercizio congiunto di un'influenza dominante. Sono disciplinati dal *TUF*<sup>22</sup> (*Articolo 122*) e vanno comunicati alla *CONSOB* entro cinque giorni dalla loro data di stipulazione. Sono soggetti a regime di pubblicità legale la cui inosservanza determina automaticamente la nullità del patto e devono essere depositati presso il registro delle imprese dove la società

---

<sup>22</sup> Testo Unico della Finanza.

ha la sua sede legale. Infine vanno dichiarati alla società, e resi noti all'apertura di ogni Assemblea degli Azionisti. Hanno una durata massima di tre anni, con la possibilità di rinegoziazione. Si distinguono in due tipologie:

- Sindacato di voto: impongono l'obbligo di consultazione preventiva prima dell'esercizio di voto in Assemblea, così da votare in modo uniforme.
- Sindacato di blocco: pongono limiti al trasferimento delle azioni.

### 2.5.2 Le dual class shares

Nella maggior parte delle imprese quotate tutte le azioni ricevono il medesimo dividendo e hanno lo stesso diritto di voto nell'Assemblea. In alcune imprese sono presenti azioni di *Classe A* e *Classe B*, ovvero due tipologie di azioni che presentano diritto di voto differente: le cosiddette azioni dual class. Una classe di azioni ha diritto di voto o voto plurimo, mentre l'altra classe non ha diritto di voto o può esercitare solo voto singolo. Tuttavia entrambe le categorie ricevono la stessa frazione di dividendo. La struttura del diritto di voto adottata dall'impresa determina il livello di controllo da parte degli azionisti che detengono le azioni con diritto di voto plurimo, contro gli azionisti che detengono azioni con diritto di voto inferiore (Economia e Finanza d'Impresa, Rondi).

### 2.5.3 Le piramidi

Sono il metodo più utilizzato in Italia la separazione tra proprietà e controllo, e sono largamente utilizzate nel contesto delle imprese familiari. È la struttura organizzativa in cui una società all'apice controlla interamente una o più imprese quotate, tramite la modalità a cascata. L'impresa di famiglia esercita il potere ad un primo livello di imprese con una quota dominante di azioni, queste a loro volta controllano società a un secondo livello e così via. Il sistema permette alla famiglia di controllare molte imprese, il cui valore aggregato è ampiamente superiore alla ricchezza investita dalla famiglia nelle azioni che le conferiscono i diritti di proprietà. Possono quindi mantenere il controllo con una ricchezza investita ben inferiore al valore degli asset (Economia e Finanza d'Impresa, Rondi).

## 2.6 La CEO Duality

L'espressione CEO-duality si riferisce alla struttura di governance interna, secondo cui il CEO dell'azienda ricopre anche il ruolo di Presidente del Consiglio di Amministrazione. Questa circostanza si verifica principalmente nelle imprese di grandi dimensioni, e non presenta una relazione in riferimento al settore in cui l'impresa opera (Heidrick e Struggles, 1987). La scarsa performance da parte delle aziende è spesso stata imputata alla presenza al loro interno della CEO-duality, a cui è anche attribuibile la loro lenta risposta in ambito di cambiamenti strategici (The Wall Street Journal, 1992). L'alternativa, la cosiddetta "struttura indipendente", riguarda la modalità per cui i ruoli di Presidente e di CEO sono svolti da due individui distinti.

I sostenitori della struttura CEO-duality sostengono che questa struttura permetta una chiara focalizzazione per le operazioni e gli obiettivi interni: la direzione sotto un unico leader e porta a una risposta veloce agli eventi esterni. L'Amministratore-CEO ha maggior conoscenze dell'impresa e mette un maggior impegno rispetto ad uno esterno (Boyd, 1995). Al contrario, i sostenitori della divisione dei ruoli affermano che questa tipologia riduca sistematicamente la capacità del Consiglio di Amministrazione di svolgere correttamente la sua funzione di governance, impendendogli di prendere decisioni oggettive sull'impresa e portando a un chiaro conflitto di interesse. Una delle principali funzioni del Consiglio di Amministrazione consiste nel monitorare le prestazioni da parte del management, pertanto consentire al CEO di ricoprire entrambi i ruoli compromette il sistema di controlli e l'equilibrio desiderato (Rechner, Dalton, 1991).

Inoltre, studi attribuiscono alla scelta di adottare o meno la CEO-duality risultati diversi in termini di performance: alcuni sostengono che le imprese che optano per la struttura indipendente sovraperformano rispetto l'altra categoria (Rechner, Dalton, 1991), mentre altri riscontrano una correlazione positiva tra la performance e la sovrapposizione dei ruoli (Donaldson, Davis, 1991).

## 2.7 La figura della donna

Il presente paragrafo analizza la questione del genere nel contesto delle imprese familiari, per evidenziare la differenza relativamente alla presenza di Amministratori Delegati di genere femminile o maschile. Le donne che raggiungono posizioni lavorative di alto livello nel management sono ancora poche, ma sono in aumento in paesi come gli Stati Uniti e l'Europa. In Svezia e Norvegia sono state introdotte regole per la composizione del Consiglio di Amministrazione, imponendo vincoli rispetto alle quote minime nella presenza di Amministratori donne, con l'obiettivo di giungere verso l'uguaglianza di genere. In Norvegia, ad esempio, il Governo ha stabilito che nelle imprese di grandi dimensioni il 40% degli Amministratori del C.d.A. debba essere di genere femminile.

La diversità di genere nella composizione del management è sintomo di una buona organizzazione ed inclusione interna. Una maggior presenza di donne nel corpo dirigente o tra i membri del Consiglio di Amministrazione produce un effetto positivo sul valore delle azioni nel mercato e sulle performance aziendali. La diversità di genere nel Consiglio di Amministrazione permette di prendere maggiormente le decisioni valutando diversi punti di vista, rispetto al caso in cui il Consiglio presenta una composizione omogenea. Paragonate agli uomini, le donne presentano esperienze di vita lavorativa e non lavorativa differenti: questo permette di migliorare la comprensione di alcuni segmenti di mercato e aumentare i punti di vista nei momenti decisionali. Inoltre, avere un Consiglio di Amministrazione più inclusivo può migliorare la percezione dell'impresa da parte dei consumatori, facendone aumentare il valore economico azionario. Tuttavia, va sottolineato come in settori altamente competitivi, in cui è indispensabile reagire prontamente agli shock di mercato, questa diversità potrebbe risultare non efficiente quanto un Consiglio di Amministrazione più omogeneo. Questo perché una sua composizione eterogenea può sperimentare di più i conflitti d'opinione interni che possono portare a una migliore qualità decisionale, ma non sono ottimali se la competitività del mercato richiede reazioni pronte e veloci da parte dell'azienda (Hambrick e Schoar, 2006).

In particolare Smith et al (2006) si concentrano su un campione di 2500 imprese danesi sia di grandi che di piccole dimensioni, negli anni tra il 1993 e il 2001. Evidenziano una relazione tra il genere del management (in presenza di donne nel ruolo di CEO o nel Consiglio di Amministrazione) e l'andamento delle performance aziendali. La presenza di donne nel ruolo di Amministratore Delegato produce un effetto positivo sulla performance: l'andamento favorevole è fortemente correlato al livello di educazione delle donne. I CEO di genere femminile in possesso di una laurea producono un effetto positivo maggiore rispetto a quelle che non hanno frequentato l'università, per le quali è nullo o non significativo. L'impatto è tanto più forte, quanto più il livello di educazione delle donne manager è elevato. Tra gli anni 1993-2001 il livello di educazione dei CEO di genere femminile e di genere maschile, mostra che nel 1993 il 74% di tutti i CEO di genere femminile non possedevano un'educazione universitaria, mentre negli uomini il 59%. Nel 2001, invece, solo il 46% tra le donne e il 44% tra gli uomini non possedevano un diploma di laurea. Questo andamento mostra come il livello di educazione degli Amministratori Delegati di genere femminile abbia riscontrato una crescita più veloce rispetto a quelli di genere maschile, con una riduzione significativa del divario educativo.

Vi sono quattro livelli di coinvolgimento della donna all'interno dell'impresa familiare: l'entrata, la successione, l'andamento della carriera e la presenza nell'azienda. L'evento della successione verrà trattato più dettagliatamente nel capitolo 4 della tesi.

L'entrata della donna nel contesto dell'impresa familiare è influenzata da alcuni fattori determinanti tra cui il sostegno coniugale, la tradizione di famiglia e la cultura. Rispetto al passato, ora la donna ricopre un ruolo interno sempre più attivo nelle posizioni di comando, anche in settori tradizionalmente a prevalenza maschile.

Un elemento importante legato alla figura della donna è la cosiddetta *"invisibilità della donna"* all'interno dell'organizzazione, ovvero la mancanza di riconoscimento del suo ruolo nell'azienda che può frenare l'entrata nell'impresa familiare. Il concetto di *Glass Ceiling* indica la presenza di barriere invisibili ma infrangibili che impediscono alle minoranze, in particolare alle donne, di salire ai gradini più alti della scala aziendale, indipendentemente dalla loro qualifica o dai loro risultati (Federal Glass Ceiling

Commission, 1995). Il concetto di “invisibilità delle donne” rientra tra le barriere che queste devono fronteggiare per la progressione di carriera all’interno dell’azienda familiare. La struttura dell’impresa familiare è un elemento chiave per la determinazione della carriera della donna al suo interno. Un livello basso di visibilità (“*figlie invisibili*”) è solitamente osservato quando le figlie appartengono ad una famiglia numerosa, con molti figli maschi coinvolti nell’impresa. Un livello di visibilità medio (“*figlie professioniste*”) si riscontra quando operano in imprese familiari mature, con una complessa struttura proprietaria e per cui la loro inclusione è utilizzata come mezzo per risolvere conflitti interni alla famiglia. Infine, il grado più alto (“*figlie ancora*”) si ha quando le figlie lavorano nell’azienda di famiglia, in cui vi è prevalenza di eredi femminili. Quando l’erede di genere femminile entra nell’impresa, le sue caratteristiche personali possono influenzare le dinamiche rispetto l’avanzamento di carriera: una visione reattiva la fa agire come un impiegato ordinario, semplicemente svolgendo il lavoro che le viene assegnato; una visione proattiva indica una loro visione chiara del business e la sua volontà nel miglioramento; infine se presenta una visione in evoluzione, è a conoscenza degli aspetti aziendali e delle sue capacità nel saperlo gestire nel miglior modo. La partecipazione aziendale della figlia raggiunge il momento più alto nella fase di “leadership”, quando è scelta direttamente dai genitori per diventare manager, dal momento che riconoscono capacità, educazione e competenze.

Infine, per quanto riguarda la presenza femminile nell’azienda familiare, la formalizzazione e una divisione chiara del lavoro aiuta a stabilizzare il ruolo della donna nell’impresa. Nell’entrare a far parte al business familiare le donne ricevono maggior vantaggi rispetto agli uomini, specialmente per quanto riguarda la flessibilità dell’orario e la sicurezza del posto di lavoro al momento del congedo per maternità. La presenza di un livello di educazione elevato facilita l’entrata della donna nel ricoprire ruoli aziendali (Campopiano De Massis et al, 2017).

## CAPITOLO 3 Il contesto italiano

Il campione di imprese oggetto delle analisi è composto dalle imprese familiari italiane quotate presso la Borsa di Milano. Per tale motivo, in questo capitolo verrà presentata brevemente una panoramica sul contesto economico italiano ed i cambiamenti di cui è stato protagonista nell'ultimo decennio.

Le imprese familiari ricoprono un ruolo centrale nell'economia italiana, nella sua struttura e competitività internazionale. Essa è caratterizzata da un grande numero di medie e piccole imprese possedute dal fondatore o dalla famiglia discendente, guidate dai membri della famiglia stessa. La particolarità italiana è che anche nel mercato azionario le imprese familiari sono dominanti, con un basso livello di separazione tra proprietà e controllo. In un suo lavoro, Melis (2000), descrisse come il sistema di corporate governance italiano potesse essere sintetizzato da "manager deboli, blockholder<sup>23</sup> forti e azionisti di minoranza non protetti".

### 3.1 Cenni storici sull'economia italiana dagli anni Novanta ad oggi<sup>24</sup>

All'inizio degli anni 90 l'Italia affrontava difficoltà in termini di competitività e di sviluppo del sistema imprenditoriale: uno studio portato avanti dalla Banca d'Italia nel biennio 1992/94 "*Assetti della proprietà e mercato delle imprese in Italia*" mostra come in quegli anni tra le imprese italiane vi fosse un'elevata concentrazione di proprietà non anonima, modello di controllo familiare e bassa partecipazione nel mercato delle imprese da parte degli intermediari finanziari. Questi elementi accumulavano tutte le imprese (piccole, medie e di grandi dimensioni), con modalità e caratteri diversi a seconda delle dimensioni delle stesse.

---

<sup>23</sup> Proprietari di un grande pacchetto azionario aziendale.

<sup>24</sup> La maggior parte delle informazioni riportate nel paragrafo sono state raccolte da Giacomelli S. e Trento S., "*Proprietà controllo e trasferimenti nelle imprese italiane. Cosa è cambiato nel decennio 1993-2003?*", Banca d'Italia, 2005.

Negli anni 2000 la situazione competitiva dell'economia italiana sul mercato internazionale risultava peggiorata (Ciocca, 2003), con una diminuzione della quota italiana sul commercio mondiale dal 4,5% al 3,3%<sup>25</sup>, a fronte di un incremento delle quote di Francia e Germania. A livello europeo la produttività del settore privato cresceva del 4,3% in Francia e del 3,2% in Germania, mentre in Italia la quota si fermava solamente all'1,7%. Questi risultati sono riconducibili alla minor spesa in Ricerca e Sviluppo (circa l'1% del PIL) e in attività brevettuale presente in Italia.

Negli anni 90 è stata anche istituita l'*Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato*<sup>26</sup>, che ha favorito lo sviluppo della concorrenza in diversi settori, tramite la rimozione di molte barriere regolamentari: dal trasporto ai servizi di pubblica utilità. Sempre nel periodo 1993-2003, in Italia è stato realizzato un grande progetto di privatizzazioni<sup>27</sup>, grazie al quale sono stati venduti pacchetti azionari per circa l'1,5% del PIL annuo, dando inizio a consistenti cambiamenti nel mercato italiano<sup>28</sup>. Nello stesso periodo, a seguito del cambiamento del mercato italiano verso l'apertura a nuove tipologie di intermediari finanziari e la sua crescente integrazione a livello internazionale, si è quindi resa necessaria la riscrittura della disciplina in ambito finanziario, che ha dato luogo al Testo *Unico della Finanza (TUF)*<sup>29</sup>. La legge Draghi 1998 aveva l'obiettivo di regolare i mercati finanziari e la struttura interna di controllo delle imprese quotate, poiché presentavano forti squilibri specialmente in relazione alla protezione degli azionisti di minoranza. La rivisitazione delle regole di Corporate Governance delle imprese quotate in Italia da parte del TUF ha permesso di aumentare la tutela degli azionisti di minoranza, e ha introdotto obblighi di trasparenza ed informazione in linea con gli standard internazionali. Questi cambiamenti in termini di normative finanziarie hanno influenzato gli assetti proprietari e di controllo delle imprese.

---

<sup>25</sup> Le queste percentuali sono calcolate a prezzi e cambi costanti.

<sup>26</sup> Autorità amministrativa indipendente che svolge la sua attività e prende decisioni in piena autonomia rispetto al potere esecutivo. È stata istituita con la legge n. 287 del 10 ottobre 1990, recante "Norme per la tutela della concorrenza e del mercato". Si occupa di tutela della concorrenza, del consumatore, dei conflitti d'interessi e del rating di legalità.

<sup>27</sup> Le privatizzazioni in Italia indicano il processo della dismissione delle partecipazioni statali in Italia e della privatizzazione di un dato settore economico e dei servizi pubblici.

<sup>28</sup> Informazioni riportate dallo studio di Giacomelli S. e Trento S. (2005).

<sup>29</sup> Nota anche come L.58/1998 Legge Draghi.

Dagli anni 2000 ad oggi sono stati portati avanti svariati interventi normativi per favorire l'ingresso di nuovi operatori finanziari nel mercato italiano, ad esempio tramite la riduzione del capitale sociale minimo obbligatorio. Inoltre, la profonda fase negativa del ciclo economico degli anni recenti ha comportato un significativo arretramento dei livelli di attività nel sistema produttivo italiano ed ha favorito un possibile cambiamento nelle caratteristiche degli assetti proprietari e di governance delle società (Baltrunaite, Bordi e Mocetti, 2019).

### 3.1.1 La risposta delle imprese Italiane alla crisi

L'*Osservatorio AUB*<sup>30</sup> nel 2011 ha pubblicato uno studio basato su un campione di 2423 imprese familiari italiane di medie e grandi dimensioni, i cui dati aziendali sono stati raccolti nel periodo di anni 2008-2011. La presenza di dati appartenenti a quel triennio ha permesso di poter portare avanti studi sulla risposta e l'atteggiamento alla crisi rispetto alle diverse tipologie aziendali presenti nel territorio italiano. Nello specifico, le aziende a controllo statale (per via dei business nei quali tipicamente operano ed alla "protezione" di cui beneficiano) hanno affrontato positivamente il periodo della crisi, mentre le cooperative e le aziende controllate da Private Equity sono state le tipologie maggiormente colpite e che hanno mostrato gli effetti negativi peggiori. Per quanto riguarda le imprese familiari, nonostante un primo impatto negativo subito a seguito della crisi, nel contesto italiano per prime hanno presentato segnali di ripresa, con risultati economici mediamente superiori a quelli delle altre tipologie aziendali. Questi risultati positivi in termini di performance sono dimostrati dal fatto che nel periodo 2009-2010 le imprese familiari presentavano un tasso di crescita del 7% circa, superiore a tutte le altre classi aziendali, mentre la redditività operativa (ROI<sup>31</sup>) è passata dal 3,8% medio del 2009

---

<sup>30</sup> L'Osservatorio AUB è stato istituito nel 2009 dalla collaborazione tra Unicredit, Aldaf dalla "Cattedra AIDAF – EY di Strategia delle Aziende Familiari" in memoria di Alberto Falck dell'Università Bocconi e dalla Camera di Commercio di Milano, con la collaborazione di Borsa Italiana e Allianz. Dispone delle informazioni di tutte le aziende italiane a proprietà familiare con un fatturato pari o superiore a 20 milioni di Euro.

<sup>31</sup> Return on Investments ROI=Utile Netto/Capitale Investito.

al 7,2% medio del 2010 (valore inferiore rispetto a quello delle aziende a controllo statale e delle filiali di multinazionali, ma superiore a tutte le altre tipologie di aziende). Per quanto riguarda il rapporto PFN/EBITDA<sup>32</sup>, che fornisce informazioni sull'indebitamento, subito dopo la crisi le imprese familiari presentavano un valore in media pari a 6,4 (metà della popolazione del campione si trovava sopra la soglia critica di 4), per poi recuperare la redditività pre-crisi ed arrivare al 2017 con un valore pari a 4. Anche il ROE ha mostrato i risultati positivi, passando dal 9,6% al 13,6% (dati dell'*Osservatorio AUB 2017*, il cui dataset di partenza coincide con quello utilizzato nelle analisi del 2011).

È poi stato considerato lo studio effettuato dall'*Osservatorio AUB* in riferimento alle imprese quotate presso la Borsa di Milano<sup>33</sup> nell'anno 2020, in cui è studiato l'impatto della pandemia causata dal Covid-19 sui mercati nazionali e internazionali. Nonostante la capitalizzazione complessiva della Borsa presenti ancora un valore inferiore del 17,7% rispetto ai valori presenti ad inizio anno, le imprese a controllo familiare hanno riportato una migliore capacità di risposta e ripresa rispetto alle altre tipologie di imprese. Le imprese familiari hanno subito una perdita del valore pari a -13,8%, contro il -19,7% delle altre tipologie aziendali presenti nel mercato azionario italiano. I dati relativi alle sole imprese familiari, però, mostrano come le reazioni in termini di performance alla crisi da parte di queste siano state altamente eterogenee: solo il 23,3% delle imprese familiari quotate a fine settembre 2020 aveva recuperato le quotazioni di inizio anno, mentre una perdita di quotazione superiore al 30% è ancora registrata da circa il 35% delle aziende, a dimostrazione che anche a livello di imprese familiari si sono verificate perdite consistenti. Le aziende quotate nel segmento MTA<sup>34</sup>, in cui sono presenti aziende di elevate dimensioni, le performance migliori delle aziende familiari sono state riscontrate in presenza di un Amministratore Delegato esterno alla famiglia controllante: -10,5% in media, contro il -20,8% di quelle con CEO familiare. Le imprese in cui il fondatore ricopre un ruolo chiave nel Consiglio di Amministrazione dell'azienda (denominate come "imprese

---

<sup>32</sup> La Posizione Finanziaria Netta (PFN) è definita come differenza tra posizione debitoria complessiva (debiti verso banche ed altri finanziatori) e disponibilità liquide.

<sup>33</sup> A Dicembre 2019 erano quotate 377 aziende.

<sup>34</sup> MTA è il comparto del mercato di Borsa Italiana in cui vengono negoziati, per imprese con capitalizzazione medio-grande, diritti d'opzione, obbligazioni convertibili, warrants e azioni.

di prima generazione”) hanno reagito meglio rispetto a quelle di seconda e successive generazioni: -7,7% in media, contro il -12,5% e -16,4%% rispettivamente. Infine, tra le imprese familiari, le «aziende eponime», cioè quelle che hanno come denominazione sociale il cognome della famiglia controllante hanno subito una perdita di valore inferiore rispetto alle altre tipologie (-9,5%, in media, contro -14,3%) (*Dati dell’Osservatorio AUB per il Corriere della Sera 2020*).

### 3.2 La proprietà e il controllo delle imprese Italiane<sup>35</sup>

La proprietà viene analizzata attraverso indicatori basati sulla dimensione delle quote di capitale detenute dagli azionisti principali (proprietà diretta). Le analisi condotte da Giacomelli e Trento (2005) su un campione di 1855 imprese italiane mostrano come in Italia la proprietà risulti essere estremamente concentrata. Nel contesto italiano l’azionista principale è proprietario di una quota di capitale che gli consente di avere di diritto il controllo della società; complementariamente mostra la scarsa presenza di imprese a proprietà diffusa, per cui la quota di proprietà del primo azionista è inferiore al 5%. In media l’azionista di maggioranza detiene una quota azionaria maggiore del 50%, e in più della metà delle imprese quotate un solo azionista possiede la quota di controllo. La quota detenuta dal secondo azionista di maggioranza varia circa dall’8 al 10%, mentre gli investitori istituzionali<sup>36</sup> detengono una quota minoritaria di equity delle imprese italiane. La struttura tipica presente nel contesto italiano non permette la formazione di blocchi grandi abbastanza per controllare l’azionista di maggioranza o avere un ruolo nel monitoraggio dell’amministrazione della società. La forte concentrazione di proprietà diretta è mostrata anche dal ristretto numero di soci nel capitale azionario, in media 5.

---

<sup>35</sup> La maggior parte delle informazioni riportate nel paragrafo sono state raccolte da Giacomelli S. e Trento S., “Proprietà controllo e trasferimenti nelle imprese italiane. Cosa è cambiato nel decennio 1993-2003?”, Banca d’Italia, 2005.

<sup>36</sup> Gli investitori istituzionali sono: gli organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR), i fondi comuni di investimento mobiliari, immobiliari, speculativi e le Sicav; i fondi pensione; le compagnie di assicurazione.

Spostando l'analisi sulla tipologia dei proprietari presenti nel contesto italiano, la proprietà diretta del capitale delle imprese risulta essere detenuta per la maggior parte da persone fisiche. Le imprese finanziarie appartenenti ai gruppi societari sono circa il 13%, a cui seguono le imprese non finanziarie, le aziende estere, le banche ed infine gli enti pubblici. Il carattere non anonimo della proprietà delle imprese italiane è quindi chiaro, con una netta prevalenza delle imprese familiari: da un lato c'è la predominanza delle persone fisiche, dall'altro la scarsa presenza degli intermediari bancari e finanziari nel capitale delle imprese. L'esigua partecipazione diretta di investitori istituzionali nel capitale delle imprese italiane è un elemento di differenziazione rispetto ai paesi finanziariamente più sviluppati.

Nel tempo in Italia si è sempre mantenuta la tendenza del detenere la quota principale del capitale di controllo da parte delle persone fisiche, mentre in anni recenti è aumentata la presenza di holding e soggetti di nazionalità estera. La crescita di questi ultimi nel controllo delle imprese italiane è sia in parte riconducibile alla maggior apertura del mercato nazionale al contesto internazionale sia ad un utilizzo più frequente per mezzo di società localizzate all'estero al controllo di gruppo, ma controllate da soggetti nazionali, al fine di sfruttare arbitraggi fiscali e regolamentari. Tra i soggetti di nazionalità estera circa la metà sono effettivamente esteri, mentre la restante metà si tratta di holding localizzate all'estero di proprietà di soggetti nazionali. Negli ultimi anni l'aumento del controllo esercitato dalle holding indica una modifica della struttura dei gruppi societari, nella direzione di una minore lunghezza delle catene di controllo.

### 3.3 Panoramica sul contesto italiano delle imprese familiari

“L’economia italiana si caratterizza per l’elevata concentrazione della proprietà, sovrapposizione tra proprietà e controllo dell’impresa ed una grande diffusione delle imprese familiari. A queste ultime viene spesso attribuita la ragione della bassa crescita dell’economia italiana, con i soci familiari maggiormente propensi a gestire l’impresa nell’ottica di lungo periodo, a sfavore della crescita, innovazione e produttività” (Baltrunaite, Bordi e Mocetti, 2019).

Il 70% circa di tutte le aziende familiari di successo si localizzano in appena cinque Regioni: Piemonte, Lombardia, Veneto, Emilia Romagna, Lazio. Questo dato conferma la forte eterogeneità del tessuto imprenditoriale nelle diverse aree del nostro Paese (*Osservatorio AUB 2011*).

L’Italia è tra i paesi Europei con il più alto numero di imprese familiari e costituiscono la spina dorsale della nostra economia: secondo le stime, nel nostro paese le imprese familiari sono circa 784000 (dato del 2017 *Osservatorio AUB*) e costituiscono il 60% del mercato azionario italiano (quotava complessivamente 377 aziende a Dicembre 2019), e pesano per oltre il 25% della sua capitalizzazione. L’impresa familiare (quotata e non quotata) costituisce il modello che rispecchia maggiormente le caratteristiche culturali dell’imprenditoria italiana: rappresentano oltre l’80% del totale delle imprese presenti sul territorio nazionale, e il 40% delle 300 imprese più grandi. (*Osservatorio AUB 2017*). Infine 3 imprese familiari su 4 hanno un unico azionista di maggioranza, mentre le restanti presentano almeno due individui con lo stesso cognome (Baltrunaite, Brodi e Mocetti).

Secondo una ricerca realizzata da *European House Ambrosetti*<sup>37</sup> in 7 aziende familiari su 10 il management è espressione della famiglia stessa, mentre i competitor esteri tendono a reclutare il management sul mercato del lavoro: la differenza principale tra l’Italia e gli altri paesi Europei è proprio il minor ricorso ai manager esterni da parte delle famiglie imprenditoriali. La forte concentrazione di controllo in mano alla famiglia genera un

---

<sup>37</sup> The European House - Ambrosetti è un Gruppo professionale fondato nel 1965 che ha progressivamente sviluppato numerose attività in Italia, in Europa e nel mondo nel campo della consulenza strategica e operativa, dell’aggiornamento professionale e della ricerca.

impatto negativo sul livello di meritocrazia e di performance rispetto alle altre nazioni, mostrando meno mobilità professionale e aspettative di carriera più basse. In Francia questa situazione si riscontra nel 26% delle aziende familiari ed in Gran Bretagna solo nel 10%.

Rispetto alle altre tipologie aziendali, le imprese a proprietà familiare creano più occupazione (+20,1% negli ultimi sei anni rispetto al 2017 (anno di riferimento), seguito dal +5,7% delle filiali di imprese estere, il -8,7% delle imprese controllate da fondi e il -12,3% delle imprese ed enti statali), crescono di più (+47,2% negli ultimi dieci anni, contro il 37,8% delle altre imprese), registrano una redditività più alta e hanno un rapporto di indebitamento più basso (*Osservatorio AUB 2017*).

Sempre secondo i dati dell'*Osservatorio AUB*, il 47,7% delle aziende familiari lavora nel settore manifatturiero, il 26,6% nel commercio, il 15,1% nei servizi, il 4,5% nelle attività finanziarie e immobiliari, il 3,6% nelle costruzioni e il 2,5% nell'energia ed estrazione.

I grafici riportati di seguito (Figura 3.1) sono presentati da uno studio eseguito dalla Banca d'Italia "*Questioni di Economia e Finanza*", Ottobre 2019<sup>38</sup>, basato su un campione di dati forniti dalla banca dati *Infocamere* e *Cerved*<sup>39</sup>, di imprese familiari italiane dal 2005 al 2016.

I quattro grafici seguenti mostrano la correlazione tra la diffusione della proprietà familiare e alcuni fattori di contesto, che si ritiene possano incidere nella scelta di ricorrere a una struttura aziendale familiare.

---

<sup>38</sup> Baltrunaite, Brodi e Mocetti, *Aspetti proprietari e di governance delle imprese familiari italiane: nuove evidenze e effetti sulle performance delle imprese*, Numero 514, Banca d'Italia Ottobre 2019.

<sup>39</sup> Infocamere è la società delle Camere di Commercio italiane per l'innovazione digital.

Cerved è un'agenzia di informazioni commerciali: valuta la solvibilità e il merito creditizio delle imprese, monitora e gestisce il rischio di credito.

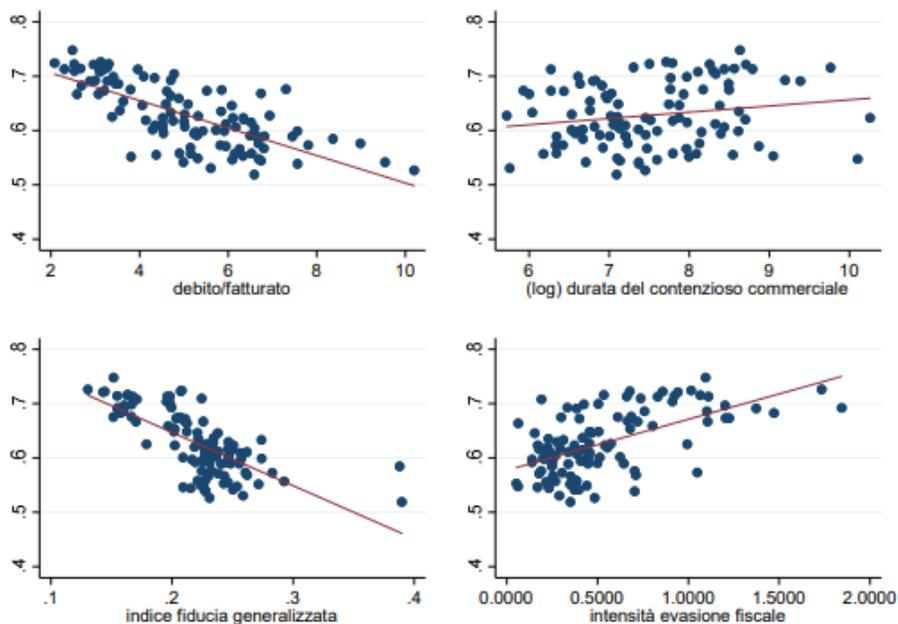


Figura 3. 1 Le seguenti figure riportano la correlazione tra la diffusione della proprietà familiare e alcuni fattori di contesto: la leva finanziaria, il funzionamento della giustizia, la fiducia e l'evasione fiscale. Fonte: Balrunaite, Brodi e Mocetti, *Questioni di Economia e Finanza*, Numero 514, Banca d'Italia, Ottobre 2019

Tra i fattori di contesto sono stati inclusi: la leva finanziaria, il funzionamento della giustizia, la fiducia e l'evasione fiscale. La *leva finanziaria* misura l'indebitamento aziendale e fornisce informazioni relative l'accesso al credito: una maggiore difficoltà nel reperimento dei finanziamenti esterni potrebbe spingere le imprese a ricorrere a quelli interni alla famiglia (figura in altro a sinistra). Il *funzionamento della giustizia* misura il livello di tutela delle obbligazioni contrattuali ed in presenza di bassa protezione può incentivare la famiglia a privilegiare interazioni con i propri familiari invece che con soggetti esterni (figura in alto a destra); è misurata come il numero di giorni per definire un contenzioso commerciale. L'indicatore della *fiducia* generalizzata verso gli altri, calcolata tramite l'indagine multiscopo dell'ISTAT, favorisce la nascita di iniziative imprenditoriali che coinvolgono più soggetti non necessariamente dello stesso nucleo familiare (figura in basso a sinistra). Infine, viene utilizzato l'indicatore relativo *l'evasione fiscale*, poiché profili fiscali illeciti possono essere ostacolati dalla presenza di altri soggetti esterni alla famiglia (figura in basso a destra). Si riscontra una correlazione

particolarmente elevata con l'indicatore che misura il grado di indebitamento e con la fiducia (in entrambi i casi è sopra lo 0,7), mentre è inferiore con la variabile che misura l'efficienza della giustizia.

La politica ricopre tuttora un ruolo centrale nel contesto dell'economia italiana (ad esempio tramite le normative, la regolamentazione e le intromissioni informali), spingendo le società quotate nel mercato azionario italiano a conservare la presenza di forti azionisti di maggioranza nel loro capitale, che siano in grado di interagire con i politici anche nell'interesse degli azionisti di minoranza. La presenza di azionisti di maggioranza (con buoni legami nel contesto politico italiano) è determinante per una efficiente allocazione della proprietà dell'impresa e determina il funzionamento del mercato del controllo, maggior strumento di disciplina del comportamento dei manager: nessun outsider potrà aspirare a svolgere quel ruolo né essere in grado di svolgerlo in modo altrettanto efficace. In Italia, infatti, l'incidenza delle imprese familiari quotate è alta rispetto al totale delle imprese quotate sulla Borsa di Milano (Lucas Enriques, 2011).

### 3.4 La Corporate Governance nelle imprese Italiane

Brunello, Graziano e Parigi (2003) nel loro lavoro forniscono un'ampia prospettiva sul sistema istituzionale presente nel contesto nazionale. Il sistema Italiano è generalmente annoverato come debole e carente, con una debole protezione rivolta agli azionisti di minoranza, con un mercato dei capitali sottosviluppato e un limitato sistema di monitoraggio da parte delle banche. Questi fattori offrono possibilità di espropriazione degli azionisti di minoranza tramite varie modalità e schemi, tra cui piramidi, azioni duali e patti parasociali: il 66% delle società per azioni nel contesto nazionale utilizzano per l'esercizio del controllo il meccanismo dei patti parasociali. Dagli anni 2000 è però diminuita la frazione di imprese che utilizzano come meccanismo di controllo le azioni dual class e patti parasociali, sintomo di un miglior allineamento tra proprietà e controllo. In particolare, nelle imprese familiari l'utilizzo dei patti parasociali ha avuto una decrescita

evidente, poiché prestano maggior attenzione ai problemi di agenzia esistenti con gli azionisti di minoranza.

La presenza di un grande azionista di maggioranza e i limitati controlli da parte delle istituzioni ha portato implicazioni nella costituzione del Consiglio di Amministrazione, che ha il compito di monitorare l'operato del CEO e la sua elezione. L'articolo 2383 c.c. dice che i membri del Consiglio in Italia siano nominati dall'Assemblea degli Azionisti ogni tre anni, con la possibilità di rinnovo della carica. Spesso, però, l'Assemblea degli Azionisti semplicemente conferma le scelte fatte precedentemente dai dirigenti i quali, data la concentrazione di proprietà, equivalgono agli stessi azionisti di maggioranza. Nonostante la legge imponga esplicitamente di portare avanti gli interessi di tutti gli azionisti (art 2390 c.c.), gli Amministratori tendono a rappresentare gli interessi dei soli azionisti di maggioranza. Inoltre gli Amministratori esterni sono rari, infatti solitamente tendono a essere interni o esterni con legami con la famiglia controllante: oltre il 70% degli Amministratori presentava precedenti legami con la famiglia controllante. La ricerca dei nuovi Amministratori si riduce alla scelta di persone presenti tra i contatti personali, più che sulla scelta tra i migliori candidati presenti nel mercato. Infine, un altro motivo della debole indipendenza del Consiglio di Amministrazione nel contesto delle imprese familiari italiane è il Collegio Sindacale: sebbene la legge assegni a questo comitato un monitoraggio indipendente, viene però eletto dal Consiglio degli Azionisti, gli stessi che eleggono gli Amministratori che dovrebbero essere monitorati dal Collegio. Pertanto il Consiglio di Amministratore è nelle mani dell'azionista controllante, che detiene la quota maggioritaria.

La legge Golfo Mosca, approvata nel 2011, ha portato verso l'apertura del coinvolgimento delle donne nel Consiglio di Amministrazione: prevede che le società quotate nella Borsa di Milano riservino al genere meno rappresentato almeno un terzo dei posti nell'organo di governo (pari al 33,3%). Nel 2011 le donne nel C.d.A. erano il 5,7%, mentre a maggio 2019 il 35,5%, quota superiore al «minimo legale» del 33,3%. Al contrario, l'effetto non si è replicato sulle posizioni manageriali di alto livello, seppur studi applicati a campioni di aziende italiane sono concordi nell'affermare che esista una relazione positiva tra

presenza femminile ai vertici e risultati di performance. Infatti quando il Consiglio di Amministrazione è misto il ROE<sup>40</sup> presenta un valore superiore del 5% rispetto alla media delle imprese familiari e le performance migliori si attestano quando le donne sono 3 o più (AUB 2013).

Infine, tra le riforme più significative compiute in tempi recenti vi è l'adozione, da parte della CONSOB, del regolamento per le operazioni con Parti Correlate. L'articolo 2391-bis c.c. fu introdotto nel Dicembre 2004 a seguito dello scandalo Parmalat e riporta che *“Gli organi di amministrazione delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio adottano, secondo principi generali indicati dalla Consob, regole che assicurano la trasparenza e la correttezza sostanziale e procedurale delle operazioni con parti correlate e li rendono noti nella relazione sulla gestione; a tali fini possono farsi assistere da esperti indipendenti, in ragione della natura, del valore o delle caratteristiche dell'operazione.”* Quando per le operazioni concluse è presente un conflitto di interessi tra i soci di controllo o gli Amministratori, tramite l'utilizzo di particolari garanzie la disciplina ha l'obiettivo di aumentare la tutela degli azionisti di minoranza. È quindi necessario il coinvolgimento degli Amministratori indipendenti in tutte le fasi del processo decisionale e il cui grado di coinvolgimento dipende dalla dimensione dell'operazione stessa: per le operazioni di minore rilevanza<sup>41</sup> esprimono un parere non vincolante, mentre per quelle di rilevanza maggiore è vincolante (Lucas Enriques, 2011).

### 3.5 La successione

Per quanto riguarda la letteratura in ambito di successione, Giacomelli e Trento (2005) hanno condotto lo studio su un campione di imprese familiari italiane tra il 1993 e il 2003, il cui dataset studiato è stato introdotto in precedenza nel presente capitolo 3.2. Rispetto al totale delle successioni verificatosi per il range di anni considerato, il loro studio mostra che il 60% dei trasferimenti sia avvenuto tra soggetti legati da vincoli di parentela, mentre

---

<sup>40</sup> Return on Equity ROE= Utile Netto/Capitale Proprio, indicatore della performance aziendale.

<sup>41</sup> Sotto la soglia del 5% del maggior valore tra capitalizzazione o Patrimonio Netto.

il restante 40% è avvenuto promuovendo dal mercato del lavoro. Dallo studio emerge che il trasferimento del ruolo sia legato al ciclo di vita dell'imprenditore e quindi all'età dell'impresa stessa: il maggior numero di trasferimenti avviene nelle imprese con età compresa tra i 20 e i 25 anni (il 13% del campione).

La letteratura di carattere sociologico mostra come il prestigio, il potere, il senso di appartenenza alla famiglia siano fattori determinanti nella sua funzione di utilità. Ciò spiega la riluttanza degli imprenditori italiani a cedere il controllo, o trasferirlo al di fuori della famiglia, anche a fronte di opportunità di successione migliori. Gli imprenditori italiani potrebbero essere restii a cedere esternamente l'incarico a seguito dei benefici privati che derivano dal controllo, aspetto sul quale impattano le lacune delle tutele previste dall'ordinamento giuridico. I trasferimenti di mercato, rispetto a quelli interni tra parenti, sono più frequenti nei primi anni di vita dell'impresa, mentre le condizioni economiche prima del trasferimento differiscono a seconda della tipologia del trasferimento: quelle riallocate attraverso il mercato generalmente presentano condizioni economico finanziarie peggiori rispetto alle altre.

Il lavoro di ricerca di Cucculelli e Micucci (2007) si sofferma sull'impatto della successione del fondatore-CEO sulle performance aziendali, applicata ad un campione di 3450 imprese familiari italiane del settore manifatturiero localizzate in 4 regioni (Veneto, Emilia Romagna, Marche e Abruzzo). Tali imprese appartengono ai settori dell'abbigliamento, del legno, dell'arredamento, dell'industria meccanica e dei prodotti plastici. Il loro lavoro fornisce approfondimenti generali applicabili in tutti i paesi in cui l'impresa è di proprietà, la gestione è tipicamente ereditata ed i valori culturali incoraggiano la continuità delle imprese all'interno della famiglia. Analizzano la successione del fondatore-CEO, in un arco temporale dal 1996 al 2000, e comparano le performance pre e post transazione del ruolo di CEO, con una finestra temporale di tre anni, tra imprese in cui il passaggio avviene internamente e quelle in cui il management è passato esternamente. All'aumentare delle dimensioni dell'impresa, quella più grande è attribuibile alle aziende più vecchie che hanno già subito un evento di cambio di management, il tasso di successione aumenta e varia considerevolmente tra i diversi settori. Imprese a bassa e medio-bassa tecnologia

(l'intensità di Ricerca e Sviluppo (R&D) è definita secondo la classificazione proposta dall'OECD<sup>42</sup>: alimenti, abbigliamento, calzature, legno e mobili) hanno maggiori probabilità di rimanere all'interno della famiglia, mentre le altre aziende (industria meccanica, macchinari, elettronica ed elettrodomestici) presentano una maggiore incidenza di successioni non correlate. Analogamente, le aziende più grandi sono gestite più frequentemente da successori esterni rispetto agli eredi familiari. Gli andamenti in termini di performance (valutati in termini di ROA e ROS), a seguito della successione, mostrano un declino sia nel caso in cui subentri un manager esterno sia nel caso in cui ci sia un familiare, e presentano un impatto negativo maggiore in quest'ultima modalità. Questo è legato alla tendenza del manager senza legami familiari a riorganizzare le imprese familiari con performance povere, così da portare un miglioramento nel valore del ROA; al contrario le imprese gestite da eredi non subiscono nessuna riorganizzazione. Il risultato principale è che la gestione ereditaria all'interno di una famiglia influisce negativamente sulla performance dell'azienda e questa diminuzione dei risultati economici si concentra tra le società con un buon andamento, cioè le società che prima della successione superano la redditività media del settore. Inoltre, la riduzione è maggiore nei settori competitivi dove il talento del fondatore è un bene prezioso e svolge un ruolo fondamentale nella definizione dell'andamento, mentre il declino post successione è inferiore nei settori a bassa intensità di competizione. Se la competizione settoriale è elevata, i successori necessitano di maggior tempo o di maggior conoscenze per sviluppare le competenze necessarie per dirigere l'azienda. Infine, dal campione emerge che le imprese con performance povere pre successione sono più propense al trasferimento del ruolo di Amministratore Delegato a manager esterni, piuttosto che le imprese che hanno un buon andamento.

---

<sup>42</sup> Organization for Economic Co-operation and Development, organizzazione per la cooperazione e sviluppo economico.

## CAPITOLO 4 La successione nelle imprese familiari

La successione è l'evento principale su cui ci si focalizza in questa sede. Nel capitolo viene riportata la relativa letteratura applicata al contesto delle imprese familiari, dal suo legame con il ciclo di vita del prodotto, al successo nella sua gestione fino alle questioni relative al genere. Il passaggio di ruolo rappresenta per le imprese familiari un evento determinante per la definizione dell'andamento negli anni futuri e, per tale motivo, sull'argomento si trovano ampi studi. Verrà fatto un richiamo ai fattori determinanti che spingono a lasciare l'incarico ad un manager esterno, piuttosto che al mantenimento del controllo e della direzione internamente alla famiglia così da portare avanti il management dinastico. Verranno quindi evidenziati i fattori impattanti che saranno poi testati tramite l'analisi econometrica sul campione di imprese familiari italiane, presentato nel capitolo 5.

### 4.1 La successione

L'impresa familiare presenta come tratto distintivo la trasmissione del controllo alle generazioni successive, che a loro volta diventeranno i proprietari e i detentori della gestione e del controllo. L'imprenditore/fondatore ha il forte desiderio di tramandare l'impresa all'interno della propria famiglia, portandolo spesso a non prendere le decisioni che risulterebbero più opportune per la crescita aziendale, ma privilegiando scelte spinte da legami affettivi (come per esempio la vendita a terzi e la fusione con altre realtà economiche) (Dell'Atti, 2007). Vi sono vari esempi di successo a supporto della visione a lungo termine dei fondatori per le loro imprese quali BMW, L'Oreal e Siemens (Ansari, Goergen e Mira, 2014).

Il grado di efficienza di un sistema economico è determinato anche dalla modalità con cui avviene il trasferimento del controllo da un soggetto ad un altro. Sono diversi i fattori per i quali si rende necessario o auspicabile un cambiamento nella gestione dell'impresa, e

possono essere riconducibili a mutamenti delle condizioni interne od esterne all'azienda. Tra questi rientra l'evoluzione della tecnologia utilizzata dall'impresa, alcune modifiche interne settoriali o dei cambi strategici, per cui il manager presente non è più adatto alla gestione e si rende necessario promuovere un nuovo soggetto che possiede le competenze desiderate (Dell'Atti, 2007).

La natura ereditaria del potere in questa tipologia di aziende, però, non garantisce una efficace transazione della carica tra le generazioni, dal momento che le caratteristiche delle capacità imprenditoriali non sono ereditarie. La successione interna nelle imprese familiari vede il coinvolgimento in promettenti progetti aziendali, avviati dai predecessori, degli eredi che non sempre possiedono le doti per una gestione aziendale idonea ed efficiente. I componenti della famiglia spesso confondono gli scopi familiari con le finalità aziendali, che sono divergenti, incentivandoli a portare avanti scelte di continuità dinastica del business.

Quando termina l'effetto "fondatore", poiché questo lascia la carica di CEO, tende a scomparire l'indiscutibilità delle prestazioni superiori delle imprese familiari. La creazione di valore maggiore rispetto alle altre tipologie aziendali sembra provenire specialmente dal contributo del fondatore, andando a diminuire quando hanno luogo i passaggi di carica ad un successivo erede familiare (Villalonga, Amit, 2004). Il contributo delle caratteristiche tipiche del contesto familiare che vengono indicate come benefiche per la prestazione quali l'amministrazione, la riduzione dei costi di agenzia, la prospettiva a lungo termine e gli investimenti specifici dell'azienda diminuiscono quando un'azienda viene trasmessa alle generazioni successive, è di proprietà o gestita da molti membri della famiglia.

Come descritto nel capitolo 2, questa tipologia aziendale è ampiamente diffusa in tutto il mondo e la scelta di continuità aziendale è l'evento che contraddistingue i diversi paesi. La principale differenza tra paesi ricchi e paesi poveri si basa sulla maggior presenza in questi ultimi di imprese familiari dinastiche, in cui proprietà e controllo sono passate di generazione in generazione (Burkart, Panunzi e Shleifer, 2003).

Al momento della successione si presentano tre possibili scenari per il CEO familiare che lascia la carica: può vendere l'impresa sul mercato e trasformarla in azionariato diffuso,

gestita da un manager professionale; la famiglia può mantenere la quota controllante di azioni così da esercitare la propria influenza, ma promuovere un esterno al ruolo di Amministratore Delegato; infine può mantenere la famiglia all'interno dell'impresa in cariche direzionali e detenere la quota proprietaria. Come analizzato dettagliatamente nel capitolo "Le imprese familiari", tali decisioni sono anche influenzate dal livello legale di protezione degli azionisti di minoranza nel paese in cui si trova ad operare l'impresa di famiglia, e l'intensità del legame tra controllo e proprietà tende a variare a seconda del contesto. Le imprese operanti nel territorio degli Stati Uniti, ad esempio, tendono ad assumere manager professionali già nei primi anni di vita, e alla morte del fondatore la famiglia viene lasciata solo come proprietario marginale. Tale comportamento è invece meno evidente nel contesto europeo occidentale dove, dopo che il fondatore si ritira, mantengono la quota controllante all'interno dell'impresa e nel ruolo di manager può subentrare sia uno esterno sia un erede familiare. Infine, nei mercati emergenti, sia il management sia la proprietà rimangono in mano alla famiglia fondatrice anche dopo che il fondatore si ritira (Burkart, Panunzi e Shleifer, 2003).

Sono due le principali teorie sul controllo familiare: il "*vantaggio competitivo*" e i "*benefici privati del controllo*" (Villalonga e Amit, 2010). La principale differenza tra queste due teorie è il gruppo di azionisti per il quale il valore dell'impresa viene reso massimo. Secondo la teoria del "*vantaggio competitivo*" il valore viene massimizzato a miglioramento di tutti gli azionisti, grazie al monitoraggio che l'azionista di maggioranza svolge all'interno dell'impresa. Al contrario, secondo la teoria dei "*benefici privati del controllo*" il valore è massimizzato solo per la famiglia che detiene la quota maggioritaria, tramite cui tende ad espropriare gli azionisti di minoranza (Burkart et al., 2003). In primo luogo la famiglia tende a creare il vantaggio competitivo per l'azienda a beneficio di tutti così da garantirsi la sicurezza nel mantenimento del controllo, ma i benefici privati che estrae superano questi ultimi andando a creare benessere solo per sé stessa. Quando si verifica una deviazione tra i diritti di flusso di cassa e i diritti di controllo è probabile che la famiglia stia esercitando il suo potere per l'ottenimento dei propri benefici privati. Le famiglie di tutto il mondo fanno uso di meccanismi come azioni dual-class, patti di voto e

proprietà piramidale, al fine di aumentare i loro diritti di controllo rispetto ai diritti di flusso di cassa derivanti dalla quota di proprietà. Questi meccanismi portano ad una riduzione del valore e delle prestazioni dell'azienda, poiché può verificarsi che siano utilizzati per espropriare gli azionisti di minoranza. Questi meccanismi interni di governance conducono alla riduzione di investimenti da parte di azionisti esterni, in particolar modo degli investitori istituzionali. Questo dimostra l'effetto negativo di tali modalità di controllo sul valore dell'azienda e prova che la forza del controllo familiare influenzi la scelta del successore del CEO (Ansari, Goergen & Mira, 2014).

Nella prospettiva della teoria dei costi e dei benefici vengono evidenziati tre aspetti che spingono le imprese a preservare il controllo all'interno della famiglia: in parte viene ricondotto ai benefici privati non monetari quali l'utilità per il fondatore che non va a scapito del profitto, ad esempio il piacere nel vedere l'impresa con il nome di famiglia essere gestita dal figlio o da un altro erede. In presenza di un beneficio ampio vi è la tendenza a mantenere il controllo internamente il più a lungo possibile tra le successive generazioni. Un secondo motivo è che il nome stesso può essere portatore di reputazione sia nel mercato economico sia nel mercato politico. Ad esempio, nel contesto nazionale la famiglia Agnelli ha sempre mantenuto strette relazioni con il Governo Italiano, così da assicurarsi la possibilità di trasferimenti pubblici; questo beneficio reputazionale risulta diluito se il controllo viene ceduto ad esterni. Infine, il beneficio che deriva dall'espropriare gli azionisti esterni di minoranza grazie al controllo che si detiene. Il principale beneficio derivante dall'assunzione esterna è la capacità manageriale del CEO, che però ora controlla più della famiglia stessa (Burkart, Panunzi e Shleifer, 2003).

Più grandi sono i benefici privati di cui usufruisce la famiglia, che derivano dal detenere il controllo (tramite la quota azionaria, patti di sindacato, azioni dual classe altri meccanismi), più spingerà la famiglia a mantenere il controllo internamente il più a lungo possibile tra le successive generazioni. Questo risultato permette di definire la seguente ipotesi:

***IPOTESI 1: Più è grande il potere esercitato dalla famiglia che detiene il controllo, più è alta la probabilità che il nuovo CEO sia un membro della famiglia.***

Per studiare l'effetto della successione interna si confronta l'andamento della performance negli anni precedenti e successivi all'evento, nelle imprese alla cui direzione succede un CEO con legami di parentela con la famiglia controllante, rispetto a quelle in cui entra in carica uno esterno. La performance viene valutata con misure di redditività come ROA – ROE – Q di TOBIN - MTB ratio. La maggior parte degli studi eseguiti negli anni evidenziano una minor performance quando un membro della famiglia assume il ruolo al posto del parente predecessore che lascia la carica, portando alla conseguente distruzione del valore aziendale. Il talento superiore del fondatore può essere responsabile della diminuzione delle prestazioni post-successione, e la selezione inefficiente dei successori o la loro scarsa esperienza può peggiorare ulteriormente l'effetto dannoso del cambiamento nella leadership.

#### 4.2 La successione e il ciclo di vita del prodotto<sup>43</sup>

Le decisioni sulle transazioni di carica interne all'azienda sono in parte determinate dalla condizione di maggiore o minore sviluppo economico della stessa. Un'impresa con elevata produttività è in grado di esercitare un maggior interesse rispetto a quello portato avanti da un'impresa che mostra i primi sintomi del declino o, ancor peggio, i determinanti di una crisi proclamata. Lo sviluppo di un'azienda è riconducibile al ciclo di vita del prodotto offerto dalla stessa: la struttura aziendale e il suo funzionamento sono influenzati dall'evoluzione del bene/servizio forniti dall'azienda.

La Figura 4.1, riportata di seguito, mostra le quattro fasi che caratterizzano lo sviluppo di un prodotto, riconducibili a quelle di sviluppo del business aziendale.

---

<sup>43</sup> Le informazioni riportate di seguito sono relative il libro *“Il passaggio generazionale nelle imprese familiari”* di Alberto dell'Atti, 2007.

Per ogni fase che costituisce l'evoluzione nel tempo del bene si possono individuare dei fattori critici, che determinano la tipologia di gestione che si troverà all'interno dell'impresa e, con riferimento al nostro oggetto di studio, le diverse modalità con cui viene fronteggiato il ricambio generazionale.

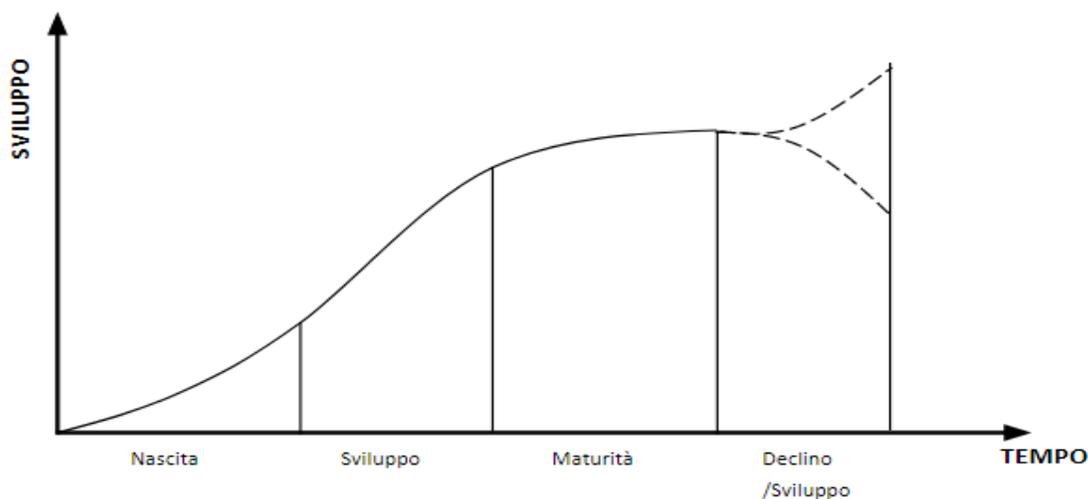


Figura 4. 1 Fonte: GAMBEL E. L., "Il ricambio generazionale nell'impresa familiare italiana" FrancoAngeli, Milano, 2004, p. 28

La fase iniziale annuncia la nascita e la promozione di una nuova idea imprenditoriale: in questo stato il livello di rischio economico che l'impresa fronteggia è elevato, poiché non c'è ancora un corrispondente ritorno in termini di ricavi a seguito della considerevole responsabilità economico finanziaria di cui l'impresa si è fatta carico. In questa fase non è solito il verificarsi l'evento della successione.

La fase seguente è quella dello sviluppo, in cui l'impresa opera per affermarsi ed esercitare la propria influenza sul mercato: i ricavi aumentano quando la presenza di competitors nel mercato è limitata e la domanda supera l'offerta. In tale situazione è ottimale che il ricambio generazionale abbia luogo gradualmente, poiché contemporaneo a momenti di riorganizzazione interni. Inoltre la tendenza positiva in termini di performance stimola l'erede, e generano un clima ottimistico.

La terza fase è quella della maturità, in cui l'azienda deve fronteggiare l'ampia presenza di concorrenti. Contrariamente alla fase precedente ora l'offerta è ampia e la domanda stabile, portando ad una riduzione delle vendite e dei profitti. In questa condizione il management e le risorse aziendali pongono le loro attenzioni alla sopravvivenza nel mercato e alle iniziative di distinzione rispetto ai competitors. Risulta però importante definire ed implementare strategie aziendali, tra cui rientrano quelle relative la successione del management. Pianificare in questa fase i successivi passaggi interni permette di portare avanti le scelte con una visione più complessiva dell'impresa e del segmento di mercato in cui opera, così da essere in grado di prendere le disposizioni migliori anche in prospettiva di un possibile successivo stadio di sviluppo.

La fase del declino implica una riduzione dell'attività dell'impresa e talvolta la sua scomparsa. Se l'azienda sopravvive e vuole portare avanti la sua attività, vi sono due possibili alternative:

- Si può assumere un comportamento a difesa della propria posizione marginale nel mercato. Il problema maggiore di questa strategia consiste nel convincere l'erede che è l'unica via per far durare l'azienda, mentre qualunque altro cambiamento porterebbe nella direzione opposta;
- Si può rinnovare il business aziendale per riportare l'azienda a conquistare quote consistenti di mercato, esplorando anche nuovi segmenti. In questo caso l'imprenditore preferisce passare l'incarico al successore che presenta nuove idee ed energie. Questo permetterebbe del risparmio rispetto all'avvio da zero di una nuova attività.

Oggigiorno il ciclo di vita del prodotto si è considerevolmente ridotto, passando da circa venti anni a cinque/sei anni, con durate ancora minori per i prodotti ad alta tecnologia; questo ha avuto importanti ripercussioni sul ciclo di vita stesso dell'azienda. In passato si tendeva a far coincidere il momento del passaggio generazionale con la necessità di rinascita e rilancio di un nuovo business aziendale, mentre oggi è necessaria una più frequente rivisitazione del prodotto offerto, che si può verificare anche più volte nell'arco della carica di uno stesso manager.

### 4.3 L'evento della successione tra soddisfazione ed efficacia<sup>44</sup>

Sono due i principali fattori che determinano una buona riuscita nella gestione dell'evento della successione per l'impresa familiare (Handler, 1989; Morris, et.al., 1997):

- *Soddisfazione* dei familiari per le modalità in cui si svolge il processo di passaggio del ruolo. Questa è una valutazione soggettiva, basata su percezioni piuttosto che criteri oggettivi, sul processo e sulla decisione relativa alla selezione del nuovo manager;
- *Efficacia* riguardo il modo in cui la successione influisce sulle seguenti prestazioni dell'impresa. È un riscontro oggettivo dell'impatto della sostituzione di un manager con un altro, sulla performance dell'impresa.

L'obiettivo principale nelle aziende ad azionariato diffuso gestite professionalmente sono le prestazioni finanziarie, e la bontà dell'esito del passaggio manageriale viene valutato in funzione delle prestazioni post-successione da parte dell'azienda. Nelle imprese familiari è invece fondamentale per un idoneo passaggio di ruolo anche il mantenimento di buoni rapporti familiari: i membri della famiglia possono attribuire a questo obiettivo una priorità più alta della redditività stessa. Pertanto comprendere i fattori che influenzano il gradimento per il processo di successione dal punto di vista degli stakeholder appartenenti al nucleo familiare è un importante argomento di studio, perché una mancanza di soddisfazione per il processo può influenzare negativamente le relazioni familiari e impattare l'azienda stessa. L'insoddisfazione per il processo di successione potrebbe causare conflitti che rendono inefficace l'evento che si è verificato.

In sintesi, studiare il gradimento del passaggio di ruolo è importante per comprendere l'impatto diretto che ha sui rapporti tra i membri della famiglia e conseguentemente l'influenza che ha sull'efficacia. La soddisfazione iniziale precederà l'efficacia poiché le percezioni saranno sviluppate molto prima che le prestazioni siano note. Questa soddisfazione o insoddisfazione influenzerà i rapporti familiari post-successione che possono, a loro volta, influenzare il processo decisionale e il successivo rendimento. La

---

<sup>44</sup> Le informazioni riportate di seguito sono relative al paper "Determinants of initial satisfaction with succession process in family firm: A conceptual model", Sharma, Chrisman, Pablo e Chua, 2001.

seguinte performance può anche alterare la soddisfazione dei familiari riguardo al processo di successione, anche in assenza di alterazioni nei rapporti tra i familiari.

La seguente Figura 4.2 mostra l'influenza da parte di un insieme di variabili indipendenti sia sulla soddisfazione sia sull'efficacia, e la presenza di una relazione interattiva tra queste due dimensioni fondamentali. La sovrapposizione delle aree relative alle variabili antecedenti mostra l'impatto che possono esercitare su entrambi i fattori. Si analizzeranno solamente le variabili che influenzano la soddisfazione iniziale da parte del nucleo familiare con il processo della successione, corrispondente alla parte ombreggiata della Figura. Nel modello oggetto di studio si farà riferimento alla sola successione generazionale, da un membro familiare ad un altro parente.

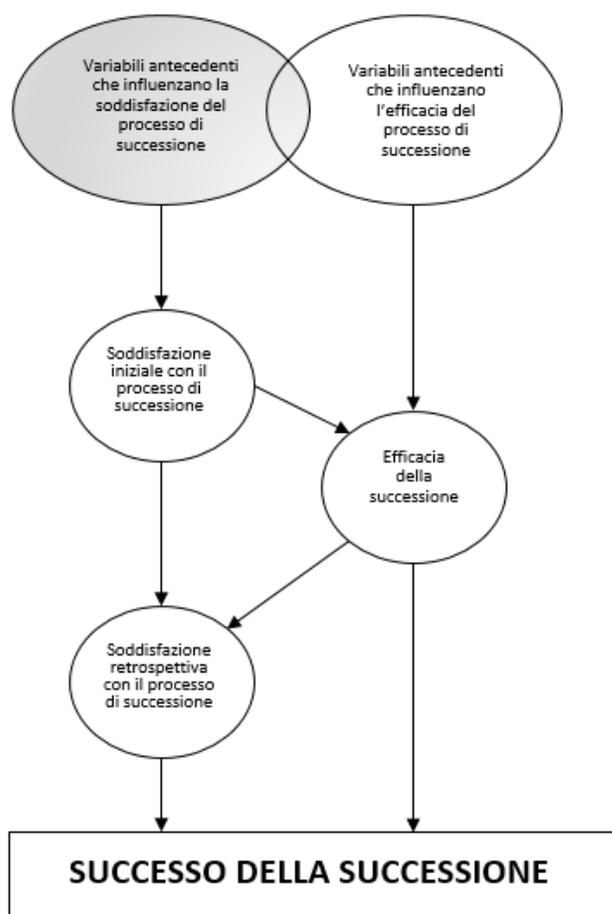


Figura 4.2 FONTE: SHARMA, CHRISMAN, PABLO CHUA, *Determinants of initial satisfaction with the succession process in family firms: a conceptual model*, *Entrepreneurship: Theory and Practice*, 2001.

Modello di successo per la successione delle imprese familiari

Sono cinque i fattori determinanti, classificati come variabili antecedenti, per il raggiungimento della soddisfazione iniziale nel processo di successione familiare, e verranno analizzati dettagliatamente nel presente paragrafo:

- Propensione del CEO uscente a lasciare la carica;
- Propensione del successore ad entrare in carica;
- Pianificazione della successione;
- Accordo sulla continuità aziendale;
- Accettazione dei ruoli individuali da parte di tutti i membri familiari.

Come mostrato nella Figura 4.3, il modello viene esteso così da includere ciò che la letteratura aziendale di famiglia suggerisce essere le variabili antecedenti più importanti che potrebbero influenzare i determinanti relativi la soddisfazione iniziale. Le variabili che influenzano gli antecedenti stessi non sono però incluse nel modello, perché si trovano più avanti nella catena di causalità. Ad esempio, non verrà trattata la variabile relativa la dimensione dell'impresa che può impattare gli antecedenti quali i payoff attesi dall'attività (H4a) e la presenza di un comitato consultivo attivo (H3b).

Il modello si basa sulla *Teoria degli Stakeholder*<sup>45</sup>: *“lo stakeholder di un'organizzazione è (per definizione) un gruppo o un individuo che può influire o essere influenzato dal raggiungimento degli obiettivi dell'impresa”* (Freeman).

Di seguito sono riportate le analisi relative le ipotesi *H1*, *H2*, *H3*, *H4* e *H5* presentate nella figura sottostante (Figura 4.3), come i fattori determinanti per la soddisfazione del processo di successione.

---

<sup>45</sup> Teoria sviluppata da Robert Edward Freeman (filosofo statunitense), e ampiamente analizzata nel suo lavoro *“Strategic management. A stakeholder approach”*, Pitman, 1984.

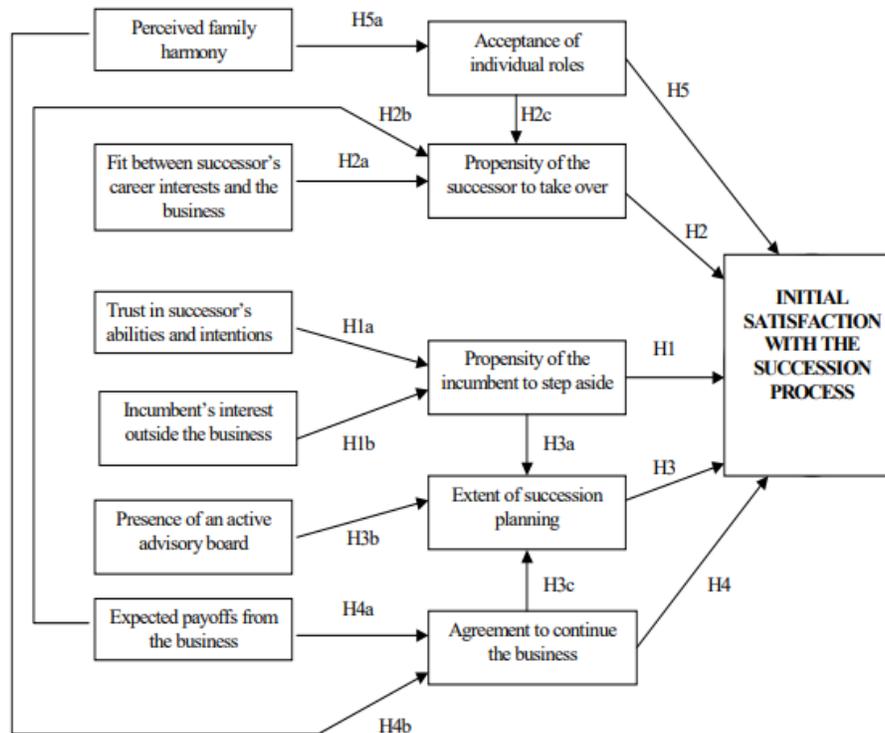


Figura 4.3 FONTE: SHARMA, CHRISMAN, PABLO CHUA, *Determinants of initial satisfaction with the succession process in family firms: a conceptual model*, *Entrepreneurship: Theory and Practice*, 2001.

*Determinanti della qualità del processo di successione nell'azienda di famiglia.*

#### 4.3.1 Il CEO uscente

Il CEO familiare uscente detiene un notevole potere di influenzare la natura e i tempi della successione, e la determinazione stessa della qualità del processo. Il manager all'interno dell'azienda e della famiglia possiede una legittimità sufficiente che gli consente di rimanere in carica fino alla sua volontà.

Uno dei principali problemi del passaggio di ruolo nelle imprese familiari risiede nella volontà dell'Amministratore familiare in carica nel lasciare la sua carica (Davis, 1982; Handler, 1989; Kepner, 1983). È difficile percepire la propria esistenza senza identificarsi in un ruolo di leadership significativo all'interno dell'azienda, poiché lo porta a fronteggiare la paura della perdita di uno status sociale all'interno della famiglia stessa e della comunità, che si può verificare in presenza di un passaggio di carica (Kets de Vries, 1985).

Inoltre, la successione richiede che il manager in carica istruisca, sviluppi e pianifichi l'evento stesso. Deve riconoscere la possibilità che gli entranti possano svolgere il ruolo manageriale diversamente ed essere ugualmente efficaci, oltre ad accettare l'eventualità di sbagli decisionali. È possibile si verifichi una posticipazione nel lasciare il ruolo perché questo implica affrontare i cambiamenti e creare nuovi stili di gestione rispetto a quelli portati avanti prima del cambio generazionale (Firnsthahl, 1986). Tuttavia, quando il manager in carica posticipa la successione si possono generare sentimenti di frustrazione tra i membri del nucleo familiare. Quando si verifica il passaggio di carica, ma il manager uscente non si adopera alla sua attuazione, possono generarsi sentimenti negativi da parte del successore e degli altri parenti, oltre a danneggiare il tessuto stesso dell'azienda. Inoltre, le stesse decisioni gestionali realizzate dal successore possono essere addirittura revocate dal predecessore ostinato a non lasciare il ruolo e che tenta in modo non ufficiale di mantenere il controllo strategico e/o operativo (Sonnenfeld and Spence, 1989).

In conclusione, la soddisfazione iniziale per il processo di successione dipenderà dalla misura in cui l'Amministratore Delegato in carica è disposto a lasciare il ruolo ad un nuovo manager. Se presenta una buona propensione alla sua uscita la probabilità di un processo soddisfacente aumenta, perché tale disponibilità indica il riconoscimento da parte dell'Amministratore Delegato storico della necessità di una nuova leadership e, possibilmente, l'accettazione del successore come sostituto adeguato. Esiste quindi una relazione tra la volontà del manager uscente ad accettare il termine del suo ruolo manageriale ed il grado di soddisfazione da parte dei membri della famiglia con il processo di transazione.

#### 4.3.2 Il CEO entrante

Gli Amministratori Delegati entranti rivestono il ruolo di un importante gruppo di stakeholder, detentori di legittima rivendicazione sull'azienda e di preoccupazione per il processo di transizione. La successione all'interno della famiglia può aver luogo solamente in presenza di un erede che sia disposto ed in grado di rilevare l'azienda. Questi individui esercitano una grande influenza sui tempi di successione e sulla soddisfazione per il

processo da parte del nucleo familiare, a seguito della loro possibilità nel rifiutare o negare la cooperazione. La mancanza di interesse da parte del successore ad assumere il ruolo rientra tra le motivazioni di un passaggio generazionale problematico (Barry, 1975). Un successore restio potrebbe non essere totalmente dedicato al business, proiettare risentimento verso altri membri della famiglia e non collaborare alla transizione della leadership (Bowen, 1978). Inoltre, un candidato può tentare di usare il proprio potere per ottenere ulteriori concessioni che riducono la soddisfazione dell'Amministratore Delegato uscente e degli altri parenti con il processo.

L'evidenza empirica mostra che la presenza di un successore volontario influenza in modo significativo la qualità della successione nelle imprese familiari. Esiste, quindi, una relazione positiva tra la propensione del successore nella continuità dell'azienda di famiglia e la soddisfazione dei membri della famiglia stessa con il processo di trasmissione del ruolo.

#### 4.3.3 La pianificazione della successione

Quando la successione interna non è pianificata, l'improvvisa uscita del fondatore - Amministratore Delegato può provocare grandi sconvolgimenti di potere e autorità, conflitti tra eredi e insidiose questioni patrimoniali. Al contrario, piani di successione sviluppati con attenzione possono aumentare la probabilità di cooperazione tra le parti interessate nell'azienda, aumentando così l'eventualità di una successione regolare e soddisfacente (American Family Business Survey, 1997).

Un piano di successione definito comporta il coinvolgimento di diversi stakeholder appartenenti alla famiglia: avere una voce nel processo fornisce ai membri un senso di appartenenza aumentando i loro sentimenti di legittimità, potere e contributo al successo dell'azienda. Tale coinvolgimento può quindi influire positivamente la loro soddisfazione iniziale per il processo.

Lo sviluppo di uno schema implica l'esecuzione di un piano di transazione ordinato ed efficace, che tiene conto delle eventualità prima, durante e dopo l'evento di successione, nonché lo sviluppo di criteri specifici per la selezione del nuovo erede.

Quando il passaggio delle cariche viene sviluppato ed eseguito in maniera ordinata secondo un piano progettato, è probabile che venga percepito più positivamente rispetto ad un processo privo di queste caratteristiche. Esiste, quindi, una correlazione positiva tra il livello con cui l'impresa familiare è coinvolta nel piano di successione e la soddisfazione dei membri con il processo stesso.

#### 4.3.4 Accordo sulla continuità aziendale

La teoria degli stakeholder suggerisce che i manager, quando vengono prese decisioni gestionali, debbano considerare le esigenze finanziarie e non finanziarie, insieme agli obiettivi di tutte le parti interessate (Freeman, 1984). Stakeholder con rivendicazioni legittime, potenti e urgenti domandano e ottengono la massima attenzione da parte dell'Amministratore Delegato. Nell'azienda familiare, alle richieste dei membri della famiglia viene riposta molta attenzione durante le scelte di gestione aziendale, poiché rivestono un ruolo fondamentale.

Se alcuni membri della famiglia sono fermamente contrari al mantenimento della gestione internamente, la loro opposizione può interrompere il processo di successione portandolo a sminuire la soddisfazione iniziale riguardo al processo da parte degli altri membri della famiglia. Quando il nucleo familiare si impegna ad accettare di mantenere l'attività internamente, la probabilità di un soddisfacente passaggio generazionale interno è rafforzato. Esiste una relazione positiva tra il grado in cui i membri della famiglia accettano di continuare il business familiare e la soddisfazione dei membri della famiglia con il processo di successione.

#### 4.3.5 L'accettazione dei ruoli individuali

Rosenberg (1991) ritiene che la maggior parte delle persone desideri ruoli e responsabilità definiti chiaramente, i cosiddetti "territori specifici". La chiarezza dei ruoli e delle responsabilità aiuta le persone a identificarsi nel loro contributo e apporto, ed aiuta a stabilire un senso di correttezza nel posto di lavoro.

Quando ogni parte interessata della famiglia comprende ed accetta il proprio ruolo nell'azienda, diminuisce la possibilità di gelosia, interferenza ed ostilità relativamente le

decisioni sulla successione: questa condizione aumenta la probabilità di una transizione soddisfacente. L'accettazione del ruolo permette agli individui appartenenti alla famiglia di lavorare insieme in modo armonioso, accogliendo i diversi tipi di relazioni come quello tra CEO uscenti e successori. Come notato in precedenza, senza questa accettazione aumenta la possibilità di comportamenti opportunistici e dei costi finanziari e non finanziari associati delle transazioni. Per esempio, alcuni membri della famiglia possono tentare di minare gli sforzi degli altri al fine di ottenere una redistribuzione delle azioni, del potere, dei beni o del processo decisionale dell'azienda. L'accettazione da parte dei membri della famiglia del livello di coinvolgimento post-successione (proprietario e manageriale) di tutti nell'azienda, determina la loro soddisfazione iniziale per il processo.

Pertanto, esiste una relazione positiva tra il grado di accettazione da parte dei membri familiari del ruolo di ciascun parente all'interno dell'impresa familiare e la soddisfazione degli stessi con il processo di successione.

#### 4.4 La successione e il suo impatto nei paesi diversi

Francesco Caselli e Nicola Gennaioli (2013) sostengono che il management dinastico sia un totale fallimento della meritocrazia: se l'erede designato non possiede le capacità fondamentali per svolgere il ruolo che gli viene assegnato, porta alla riduzione della produttività aziendale.

Nel loro studio analizzano il TFP<sup>46</sup> (Total Factor Productivity), che misura il grado di efficienza economica, e riconducono l'inefficienza delle imprese familiari alla mancanza di meritocrazia, che si presenta durante i passaggi di ruolo interni all'azienda: pratica presente e caratterizzante il management dinastico.

La differenza tra i sistemi di governance aziendale interna delle imprese presente tra i vari paesi (distinguendoli principalmente tra paesi ricchi e poveri), porta a processi di scelta di successione meritocratica diversa. Questo si traduce in differenti rendimenti che i paesi

---

<sup>46</sup> Il TFP misura il grado di efficienza economica e viene calcolato sottraendo il tasso di crescita del lavoro e del capitale rispetto all'output.

stessi traggono dalle risorse produttive (ovvero differenze nel valore che assume il TFP totale). Il passaggio di ruolo interno alla famiglia, infatti, è la più grande differenziazione nella corporate governance tra paesi ricchi e poveri: questi ultimi hanno la tendenza al passaggio di ruolo generazione dopo generazione internamente alla famiglia. Questa diversità si ripercuote nella misura del TFP, che presenta differenze tra i paesi distinti secondo le due classificazioni precedenti: se la maggior parte delle imprese di un paese sono governate dinasticamente, il TFP aggregato del paese ne risentirà negativamente, poiché gli eredi presentano doti manageriali inferiori rispetto a quelle di manager esterni. I paesi classificati come poveri, quindi, presentano il Total Factor Productivity complessivo inferiore rispetto ai paesi ricchi, e in parte riconducono la causa alle scelte di successione aziendale dinastica.

Francesco Caselli e Nicola Gennaioli (2013) si interrogano sul perché una determinata tipologia di struttura interna di management dinastico sia prevalente in alcuni paesi, piuttosto che in altri: l'andamento del mercato finanziario influenza il funzionamento del mercato per il controllo aziendale, che è una determinante chiave nell'incidenza della gestione dinastica. Il loro modello, quindi, studia il management dinastico come conseguenza degli attriti finanziari: per mantenere un adeguato livello di performance, gli eredi privi di talento di imprese familiari dovrebbero trasferire il controllo a dei nuovi proprietari o assumere dei manager competenti. Tuttavia, quando i mercati finanziari sono sottosviluppati è difficile per gli estranei di talento ottenere i finanziamenti necessari per rilevare le imprese esistenti o entrare come Amministratori Delegati. Inoltre, i titolari senza talento hanno poco margine per impedire ai manager esterni di appropriarsi del profitto dell'azienda, rendendo quindi difficile separare proprietà e controllo. In linea di principio, gli imprenditori di talento potrebbero aumentare il tasso di rendimento e spingere i manager privi di competenze fuori dai mercati dei capitali, ma gli attriti finanziari smorzano questo meccanismo. L'incidenza della gestione dinastica è più severa nei paesi in via di sviluppo, proprio perché presentano dei mercati finanziari meno sviluppati.

Infine, nell'analisi Francesco Caselli e Nicola Gennaioli (2013) portano alla luce anche altri parametri che influenzano il funzionamento dei mercati finanziari e determinano differenze nel valore del Total Factor Productivity. Ad esempio, un alto livello di ereditabilità del talento da parte del genitore smorza l'effetto negativo della gestione dinastica sul TFP: aumenta la correlazione intra-generazionale tra talento e ricchezza.

Una debole struttura finanziaria può aumentare l'incidenza della gestione dinastica e la sua sensibilità ai fattori economici, indebolendo la possibilità di riallocazione di aziende esistenti da eredi privi di talento ad estranei competenti. Questo aumenta la quota di capitale sociale gestito da manager senza talento ed impatta negativamente il TFP complessivo. Conseguentemente, le istituzioni legali mal funzionanti possono definire in modo importante le differenze nella produttività totale tra paesi.

Anche Burkart, Panunzi e Shleifer (2003) riconducono le rispettive scelte di successione, interna od esterna, a determinate caratteristiche tipiche dei diversi paesi in cui operano le aziende. Quando il potenziale beneficio della famiglia derivante dalla gestione dell'azienda è molto ampio, la proprietà e la gestione non sono mai separate. Diversamente, la gestione e la proprietà sono sempre separate quando la discrepanza nelle capacità manageriali del professionista e del fondatore (o erede) sono molto grandi, ed il potenziale beneficio privato della gestione è ridotto. Tuttavia, quando il fondatore rimane l'azionista maggioritario, ha comunque la possibilità di monitorare in una certa misura l'espropriazione da parte del manager esterno verso gli azionisti di minoranza. Fatta eccezione per queste situazioni estreme, la decisione di mantenere il controllo in famiglia nel susseguirsi delle generazioni dipende principalmente dalla qualità della protezione legale degli azionisti esterni dall'espropriazione presente nel paese. Ricerche precedenti mostrano che tale protezione varia notevolmente da paese a paese, e che questa variazione predice le differenze nello sviluppo finanziario e negli assetti proprietari futuri delle imprese familiari (La Porta et al. 1997). Si soffermano, pertanto, proprio nell'esaminare i costi e i benefici derivanti dal delegare la gestione da questa prospettiva.

Se il fondatore rimane all'interno dell'azienda come grande azionista ed esercita il controllo, può determinare e decidere in una certa misura l'espropriazione degli altri detentori di capitale.

Quando la protezione legale degli investitori esterni è molto buona non è necessario un monitoraggio in equilibrio, e la soluzione migliore consiste nel trasformare la società in una ampiamente gestita (ad azionariato diffuso) in modo professionale (a meno che i benefici privati del controllo siano molto elevati per la famiglia). Quando la protezione legale degli investitori esterni è moderata i vantaggi derivanti dall'assunzione di manager professionisti sono ancora elevati da permettere all'imprenditore di cedere il controllo, ma è conveniente che lui o la sua famiglia mantengano nel tempo il ruolo di azionisti di maggioranza per monitorare il manager (in questa condizione la legge non è forte abbastanza da controllare la discrezionalità manageriale). Infine, con una protezione degli azionisti sufficientemente debole la capacità del fondatore di controllare l'espropriazione è troppo limitata e il ruolo gestionale rimane con la sua famiglia nel susseguirsi delle generazioni successive, anche quando qualcun altro potrebbe dirigere in modo più redditizio l'azienda. In questa ultima condizione i problemi di agenzia sono troppo severi.

In generale, questa analisi porta ad una previsione di una relazione negativa tra la protezione degli investitori e la concentrazione della proprietà, andando ad influenzare le future scelte dei passaggi generazionali. Per analizzare meglio questa tipologia di analisi sulla successione bisogna considerare che ogni paese ha leggi diverse relativamente alle protezioni degli azionisti, che quindi porta a due paradigmi della corporate governance: il paradigma anglosassone centrato sul concetto di conflitto tra azionisti e manager (*Common Law*) e il paradigma del resto del mondo il cui conflitto è tra azionisti di maggioranza e di minoranza (*Civil Law*). Nei paesi con forte protezione legale verso gli azionisti di minoranza (*Common Law*) la soluzione migliore per il fondatore è quella di assumere un manager esterno professionista e vendere l'intera impresa sul mercato azionario, in cui la legge è il principale vincolo alla discrezionalità manageriale. Il conflitto di agenzia, che sorge in paesi con questa tipologia di protezione legale, è tra il manager e i piccoli azionisti di minoranza. Se la legge a tutela degli azionisti di minoranza è

moderatamente forte, il fondatore tende sempre a passare il ruolo direzionale ad un professionista esterno, ma la famiglia fondatrice continua a detenere una quota di maggioranza nel tempo, così da poter esercitare il controllo. In tal caso sorgono due problemi di conflitti d'agenzia: uno tra il manager e gli azionisti che detengono il controllo, e l'altro tra l'azionista di maggioranza e quelli di minoranza. Infine, nel caso in cui la legge del paese fornisca poca protezione agli investitori di minoranza, i problemi di agenzia sono troppo severi e grandi per poter separare il management dall'assetto proprietario nei successivi passaggi di carica. La separazione tra proprietà e gestione è quindi indice di una società superiore in ambito di governance, mentre la mancanza di tale separazione e la prevalenza delle imprese familiari è prova di sottosviluppo finanziario.

Anche il livello di requisiti richiesti e necessari per la quotazione in borsa nel mercato azionario di un determinato paese determina il grado di protezione degli azionisti di minoranza. Le quotazioni incrociate, meccanismo secondo cui un'azienda quotata sul mercato azionario nazionale ottiene la quotazione anche in un altro mercato estero, costituiscono una metodologia che le aziende possono adottare per entrare in un sistema legale migliore. Ad esempio, Coffee (2002) afferma che spesso le aziende straniere decidono di quotarsi anche sul mercato statunitense proprio perché quest'ultimo offre una migliore protezione legale agli azionisti di minoranza. Quindi le aziende familiari quotate in due mercati, di cui uno appartiene all'ordinamento *Common Law*, presentano una minor tendenza a sostituire il CEO familiare interno con un altro membro familiare, andando a prediligere uno esterno (Ansari, Goergen e Mira, 2014).

#### 4.5 Le variabili determinanti e la performance post-successione

Gli studi basati sulla successione tendono a mostrare l'effetto che tale evento comporta in termini di performance negli anni a seguire. Nella maggior parte delle analisi si riscontra un andamento peggiorativo quando si verifica una successione interna all'impresa familiare. È importante identificare le variabili determinanti che influenzano la tipologia di successione che può verificarsi, per comprendere le dinamiche che spingono al mantenimento del controllo all'interno oppure ad esternalizzarlo. Gli articoli riportati di seguito analizzano i fattori chiave nella determinazione di una successione interna alla famiglia e il suo conseguente impatto in termini di creazione di valore.

Bennedsen, Nielsen et al (2006) mostrano come le caratteristiche familiari abbiano un largo impatto sulle decisioni di corporate governance (in particolare relativamente la promozione di un manager legato o esterno alla famiglia), e le conseguenze di tali decisioni sulle performance aziendali. Essi basano la loro analisi su un dataset di imprese danesi sia quotate sul mercato azionario sia private, sottoponendo al loro studio circa 5334 successioni, comprese nel periodo tra il 1994 e il 2002. Il loro obiettivo è proprio quello di studiare l'effetto sulle performance aziendali degli Amministratori Delegati e della loro entrata in carica a seguito di un passaggio di ruolo. Per l'analisi è stata utilizzata come variabile di interesse il Return on Asset (ROA), per un arco temporale di tre anni prima e dopo la transazione. Le imprese che promuovono gli Amministratori Delegati familiari presentano performance peggiori rispetto a quelle che scelgono CEO senza legami di parentela. La successione interna familiare, quindi, ha un impatto negativo sulle seguenti performance aziendali: la redditività dell'impresa diminuisce di almeno quattro punti percentuali intorno alla transazione. Al contrario, le imprese che promuovono i CEO esterni osservano miglioramenti della redditività di circa 1,3 punti percentuali. Se invece si confrontano i livelli di redditività precedenti alle successioni, sia familiari sia non correlate, emerge che quelle interne tendono a verificarsi nelle imprese con ROA sopra alla media, mentre quelle non correlate quando si trovano sotto la media. Un successore esterno sarà chiamato quando l'impresa familiare ha scarsi rendimenti in termini di redditività, mentre

uno interno quando ha un buon andamento. (Dalton & Kesner, 1985). Pertanto, si riscontra una tendenza al mantenimento della gestione aziendale interna alla famiglia quando presenta ottime performance andamentali prima dell'evento del cambio di management. Di seguito è riportata l'ipotesi formulata sulla base dei risultati ottenuti dalla letteratura:

***IPOTESI 2: Una miglior performance aziendale pre-successione aumenta la probabilità che il nuovo CEO entrante in carica sia legato alla famiglia controllante.***

I risultati descritti sono riconducibili al fatto che i nuovi Amministratori Delegati della famiglia potrebbero essere più inclini a deviare i flussi di cassa dall'impresa alla famiglia stessa, rispetto agli esterni. Bennedsen Nielsen et al (2006) testano questo risultato empiricamente, per verificare se i risultati siano riconducibili ad aziende prive di un Consiglio di Amministrazione formale o alle piccole imprese, che presumibilmente sono più suscettibili a tale comportamento. Tuttavia, i test effettuati nella loro analisi dimostrano che questo collegamento non è esistente. Le famiglie controllanti che godono dei benefici privati del controllo, però, tendono a preferire un nuovo Amministratore Delegato imparentato, anche se potrebbe impattare negativamente l'andamento aziendale. Le altre parti interessate, dagli azionisti di minoranza ai lavoratori e ai creditori, potrebbero non beneficiare di tale scelta ed essere impattati negativamente da questa tipologia di successione.

Vengono utilizzate anche altre variabili strumentali da parte di Bennedsen Nielsen et al (2006) per studiare l'influenza dei manager familiari sull'andamento aziendale tra cui la dimensione, il settore e la morte del CEO. La variabile settoriale influenza maggiormente i costi di assunzione degli Amministratori Delegati professionali, piuttosto che di quelli familiari. Nel valutare le diverse caratteristiche settoriali va ricordato che le abilità manageriali sono più preziose in ambienti come le industrie innovative e meno importanti in altri, come in settori maturi con processi di produzione consolidati. Gli Amministratori Delegati delle famiglie hanno prestazioni significativamente inferiori nei settori ad alto

tasso di crescita, mentre il coefficiente sulla successione familiare nei settori con crescita inferiore e maturi è maggiore. I manager familiari tendono ad essere più costosi nei settori in rapida crescita, così come nei settori con forza lavoro altamente qualificata, ovvero ambienti in cui le competenze sono un bene prezioso e determinante. Pertanto in questa tipologia settoriale si evidenzia una maggior tendenza al passaggio del ruolo di CEO ad uno esterno, che presenta maggiori doti manageriali, capacità gestionali e competenze. L'ipotesi formulata è riportata di seguito:

***IPOTESI 3: Nei settori ad alta intensità di investimento in Ricerca e Sviluppo (R&D) vi è la tendenza alla successione esterna, promuovendo al ruolo di Amministratore Delegato il manager professionista esterno.***

Anche Perez-Gonzalez (2006) sostiene che le imprese in cui il CEO che entra in carica è legato al predecessore o alla famiglia controllante sotto-performano in termini di profittabilità, rispetto alle imprese in cui viene promosso un manager esterno. Il suo studio è basato su un campione di 335 aziende familiari americane presenti in *COMPUSTAT*<sup>47</sup> nel 1994.

Le analisi dimostrano che la minor performance dei manager familiari sia connessa al livello di scolarizzazione del soggetto che ricopre la carica direzionale. Gli Amministratori Delegati senza legami familiari tendono a provenire da percorsi di studi e percorsi professionali che hanno permesso loro di acquisire grandi competenze lavorative. I CEO esterni rappresentano un gruppo di individui altamente istruiti e qualificati, costantemente sottoposti alla pressione della competizione del mercato (Fama<sup>48</sup>). Al contrario, agli Amministratori Delegati familiari viene spesso attribuita la carica più per nepotismo che per reale merito, sono in media 8 anni più giovani rispetto a quelli esterni e inoltre sotto-preformano l'andamento dell'impresa.

---

<sup>47</sup> Compustat è un database di informazioni finanziarie, statistiche e di mercato su società globali attive e inattive in tutto il mondo.

<sup>48</sup> Fama è un economista e accademico Statunitense, noto per il suo lavoro sulla teoria del portafoglio e l'asset pricing model.

Lo studio considera il livello di scolarizzazione secondo il conseguimento del diploma/laurea e la selettività del rispettivo Ateneo frequentato, in relazione alle dinamiche di successione. Frequentare un'università che appartiene alla categoria di quelle selettive (Atenei per cui sono richiesti specifici requisiti di alto livello per l'ammissione) fornisce un segnale sulle capacità e competenze possedute. Ci si aspetta che gli eredi che detengono tale livello di educazione ottengano risultati operativi migliori rispetto agli altri Amministratori Delegati di famiglia. In conseguenza, le nomine senza merito sono essere relativamente più comuni tra quegli eredi che, nonostante il loro background familiare, non hanno frequentato Atenei selettivi. Le imprese in cui il CEO familiare non ha frequentato un'università o quella frequentata non rientra tra quelle di alto livello, porta l'impresa a ridurre drasticamente la sua produttività, con un conseguente aumento dei costi e una diminuzione della redditività. Questo risultato non si verifica se il manager familiare entrante ha studiato presso uno degli Atenei di alto livello. Tuttavia la selettività dell'università non sembra influenzare le capacità amministrative e di crescita aziendale da parte degli esterni. Questi, indipendentemente dal titolo di studio ottenuto, devono dimostrare le proprie capacità e merito una volta nel mondo del lavoro, e guadagnarsi le cariche che vanno a ricoprire. Alle imprese familiari che promuovono CEO imparentati che hanno frequentato istituti non di rilievo, viene associato un aumento nei costi di produzione aziendale e una minor crescita delle vendite. Quindi i costi del nepotismo sono tanti e sono a carico degli azionisti di minoranza, i quali non partecipano ai benefici privati del controllo.

In conclusione, la rigidità dell'università frequentata può fornire indicazioni su quali saranno le performance nel caso dell'entrata nel ruolo di un Amministratore Delegato familiare, mentre non porta a predizioni in presenza di successori esterni.

***IPOTESI 4: In presenza di un titolo di laurea da parte degli eredi del CEO uscente, sarà più probabile la successione interna alla famiglia.***

Come per i lavori di ricerca riportati precedentemente, anche Ansari, Goergen e Mira (2014) identificano un fattore che ritengono essere il determinante nelle scelte di successione: l'indipendenza degli Amministratori. L'indipendenza del Consiglio di Amministrazione, sia dal management che dalla famiglia controllante, svolge un ruolo chiave nel complesso ambiente delle imprese familiari (DeMott 2008). Con il termine Amministratore indipendente si fa riferimento agli Amministratori che non sono assunti in posizioni lavorative all'interno dell'azienda, non sono impiegati in affari con essa e non presentano legami con la famiglia controllante. Grazie al loro ruolo di vigilanza, gli Amministratori indipendenti proteggono il patrimonio dell'azienda da estrazioni giuridicamente scorrette da parte della famiglia controllante. La loro presenza nel Consiglio di Amministrazione influenza la scelta del successore del CEO uscente, solitamente in favore di nuovi Amministratori Delegati esterni, e riducono la possibilità sia che il CEO in carica venga rieletto sia che un membro della famiglia venga promosso come nuovo manager. Pertanto favoriscono sia la promozione del CEO esterno a ricoprire il ruolo al posto di quello uscente sia che quello attuale al termine della propria carica sia forzato a lasciare il ruolo. Di seguito è riportata l'ipotesi sviluppata sui risultati ottenuti:

***IPOTESI 5: Più è elevata l'indipendenza del Consiglio di Amministrazione, più alta è la probabilità che il nuovo CEO sia esterno alla famiglia controllante.***

## 4.6 La questione del genere

Nonostante la successione nelle imprese familiari sia ampiamente analizzata nella letteratura, sono pochi gli studi che utilizzano un approccio rispetto al genere per studiare il fenomeno. Gli studi presenti mostrano la tendenza delle imprese familiari ad essere guidate da uomini invece che da donne: i successori di genere maschile sono ancora preferiti a quelli di genere femminile, che vengono spesso viste come successori “invisibili” più che “naturali”. Tra le ragioni riportate dalla letteratura si annovera che spesso sono i genitori stessi a non considerare le figlie femmine come possibili successori, portandole a non considerarsi come eredi, valorizzando il loro lavoro all’interno dell’impresa più con una prospettiva di impiego che di carriera.

Le differenze di genere mostrano preferenze nella scelta di promozione degli eredi di genere maschile a ricoprire il ruolo di CEO al posto di quelle di genere femminile. Gli uomini mostrano una forte predilezione per i figli maschi, mentre le donne sembrano avere una debole preferenza per le figlie rispetto ai figli. Dal momento che la maggior parte delle imprese familiari è guidata da Amministratori Delegati familiari uomini, e i bias relativi al genere sono principalmente attribuibili ad essi, le loro preferenze in termini di genere influenzano le scelte nelle successioni familiari (Dahl e Moretti 2008). I predecessori uomini sono portati a ritenere i figli maschi più adatti a ricoprire ruoli direzionali ed essere i loro successori, poiché ripongono più fiducia in individui più “simili” a loro (Dumas 1989). Le scelte del predecessore svolgono, quindi, un ruolo cruciale nella determinazione delle regole di successione.

Come riportato precedentemente, Bennedsen Nielsen et al (2006) utilizzano variabili strumentali per analizzare le caratteristiche del passaggio di ruolo, tra cui il genere del primogenito del CEO familiare uscente. La successione è fortemente correlata con la scelta di promozione di un erede: in presenza di un primogenito di genere maschile c’è più propensione al passaggio di carica internamente alla famiglia, rispetto ad un primogenito di genere femminile. Il genere del primo figlio dell’Amministratore Delegato uscente è, quindi, fortemente correlato con la decisione di nominare un CEO familiare: la frequenza di successione interne è pari al 29,4% quando il primo figlio è di genere femminile, mentre

il 39% quando è di genere maschile. Pertanto il primogenito di genere maschile ha il 9,6% di probabilità in più, rispetto alla donna, di entrare in carica al posto del padre. Questi risultati sono consistenti con le prove che i figli maschi siano preferiti alle femmine nel momento delle scelte di successione, e conferma la minor presenza di donne in cariche di rilievo all'interno di imprese familiari.

Questi numeri sono coerenti con il livello di partecipazione femminile nelle posizioni apicali in Danimarca: nel 2004 la frazione delle donne tra i top manager era solo il 25%, rispetto al 61% nelle posizioni di livello intermedio.

Campopiano De Massis et al. (2017) evidenziano tre livelli di analisi che frenano la successione interna delle figlie:

- Livello d'impresa;
- Livello familiare;
- Livello individuale.

A livello di impresa la presenza di norme automatiche sul genere, ad esempio quella del primogenito, impediscono la successione femminile. A livello di famiglia il principale determinante della successione delle donne è la composizione della famiglia stessa: le successioni interne sembrano più propense a verificarsi quando il predecessore presenta figli maschi, infatti la preferenza del padre verso gli eredi uomini tende a escludere le donne. Pur apportando all'impresa maggior valore, la presenza di figli maschi frena la loro possibile successione al ruolo. A livello individuale, invece, i tratti personali svolgono un ruolo importante per la successione interna: più la figlia è premurosa, altruista più tenderà a preferire un lavoro esterno, più è chiusa e più tenderà a far parte del business aziendale. Anche Ahrens Landmann e Woywode (2013) concentrano i loro studi sulle preferenze di genere nel contesto della successione delle imprese familiari. Coerentemente con gli studi precedenti, dimostrano che i CEO familiari uscenti preferiscono i successori di genere maschile rispetto a quelli di genere femminile. Il loro studio si basa su un campione di 804 successioni in imprese familiari presenti in Germania, tra il 2002 e il 2008. La presenza di figli maschi aumenta la probabilità che la successione avvenga internamente alla famiglia, invece che lasciare il ruolo ad un nuovo Amministratore Delegato esterno. Se il

predecessore presenta solo figli maschi nel 64% delle successioni la carica passa ad un erede, se ha solo figlie femmine nel 49%, mentre se ha figli di entrambi i generi nel 65% delle successioni entra uno di questi al posto del padre.

Rispetto al totale delle successioni familiari in analisi (ovvero successioni con figli di entrambi i generi, solo un genere o senza figli) in cui entra in carica un successore di famiglia, nel 23% delle volte entra una di genere femminile, e nelle restanti 77% uno di genere maschile. Se entrambi i generi sono rappresentati tra i figli del predecessore, nell'81% delle successioni familiari analizzate viene scelto come erede il figlio di genere maschile, mentre quella di genere femminile solo nel 19%. Quando viene eletto un successore familiare di genere maschile, il predecessore presenta un numero di figli maggiore rispetto agli Amministratori Delegati uscenti al cui posto incaricano la figlia. Nei casi di successione non pianificata, dovuta a morte o malattia improvvisa, le preferenze di genere del CEO uscente hanno un ruolo ridotto.

Le successioni interne sono più probabili in presenza di figli da parte del predecessore, tuttavia è preferita la promozione dell'erede di genere maschile piuttosto che quella di genere femminile, portando alla luce le preferenze di genere che ancora si presentano nelle imprese familiari. Infatti se il CEO uscente dalla carica ha solo figlie femmine, come mostrano anche Ahrens Landmann e Woywode (2013), si verifica frequentemente la tendenza al passaggio di ruolo ad un esterno.

Le eredi di genere femminile presentano un il livello di capitale umano maggiore rispetto agli eredi maschi: dopo la successione la performance aziendale e la profittabilità in termini di margine di profitto è ridotta dell'8% nelle imprese guidate da successori familiari di genere maschile, e incrementa fino al 7% nelle imprese guidata da una donna. Questi risultati evidenziano che i successori di genere femminile contribuiscono alla creazione del valore all'interno della loro impresa e dimostra come gli eredi familiari di genere maschile siano principalmente scelti, non perché presentino un capitale umano elevato, ma a seguito delle questioni relative il genere. È quindi fondamentale che la famiglia e il predecessore comprendano l'elevata capacità di creazione di valore da parte delle donne, che non sempre viene raggiunta dall'erede maschio.

Il rapporto predecessore - successore svolge un ruolo chiave nella determinazione delle tempistiche e modalità di successione. Di seguito sono riportate alcune delle situazioni che le figlie si trovano a fronteggiare e vivere quando ha luogo la successione. Quando il successore è ampiamente coinvolto nel business familiare, molto spesso non si dedica ad altri interessi ed attività: quando sono le madri alla direzione del business familiare, si sono dimostrate più restie a lasciare il ruolo agli eredi rispetto ai padri. Un buon rapporto padre – figlia, invece, si è rilevato un fattore determinante per consentire a queste di entrare in carica, le madri predecessori tendono a voler esercitare il controllo anche dopo il pensionamento. Inoltre quando subentrano a ricoprire il ruolo direzionale al posto della madre, spesso è oggetto di paragone con le modalità manageriali del predecessore. Infine, le donne entrano a ricoprire il ruolo direzionale ad un età maggiore rispetto ai maschi, riconducibile al loro aver figli da crescere e alle esperienze esterne. (Vera & Dean, 2005). Rispetto al genere dei figli sono state formulate le seguenti ipotesi che saranno testate:

***IPOTESI 6.a:*** *In presenza di figli di entrambi i generi da parte del CEO familiare uscente c'è più probabilità che venga promosso al ruolo di CEO un erede del predecessore, piuttosto che un CEO esterno alla famiglia.*

***IPOTESI 6.b:*** *In presenza di soli figli maschi da parte del CEO familiare uscente c'è la tendenza a lasciare il ruolo all'erede, piuttosto che all'esternalizzazione del ruolo.*

## CAPITOLO 5 Il dataset e le analisi preliminari

### 5.1 Introduzione all'analisi dei dati

Per l'analisi è stato utilizzato un dataset di imprese italiane quotate presso la Borsa di Milano, nel periodo di anni dal 2000 al 2017. Il file iniziale contenente i dati relativi il campione di imprese esaminate è stato fornito dalla Professoressa Rondi, ed è la base alla quale sono state integrate le variabili di interesse per la successione, necessarie per l'analisi della tesi. L'anno iniziale da cui sono stati raccolti i dati è il 2000, anno in cui la CONSOB ha reso obbligatorio divulgare la remunerazione dei CEO (*totcomp\_ceo*). Per la composizione del dataset sono state prese in considerazione le imprese quotate nel segmento industriale della Borsa Italiana, in cui sono comprese quelle manifatturiere e quelle che erogano servizi non finanziari. Al suo interno sono esaminate solo quelle rientranti nei criteri per cui sono classificate come imprese familiari: sono imprese familiari quelle in cui famiglia / individuo detiene la quota azionaria di controllo (variabile *controllingshare*) maggiore o uguale al 30% del totale. La quota proprietaria può essere trasmessa di generazione in generazione internamente alla famiglia o trasferita comprando la quota maggiore di azioni da parte di un soggetto terzo, che lo porta a diventare il proprietario di maggioranza. Questa definizione permette di classificare nello specifico il campione di imprese oggetto delle analisi (variabile binaria *family30*).

All'interno del gruppo di imprese *family30*, mediante un'analisi effettuata tramite il sito della CONSOB, è stato identificato il nome dell'azionista di maggioranza (*azionista\_maggioranza*) con la sua relativa quota azionaria (*controllingshare*), il nome del CEO (*newceo\_nome*) che ha ricoperto la carica all'interno dell'azienda nei diversi anni considerati e il rispettivo genere (*ceo\_gender*, *ceo\_f* e *ceo\_m*). L'Amministratore Delegato viene classificato come *esterno* se non presenta legami con il soggetto che detiene la quota azionaria di controllo, mentre come *familiare* (dummy *famceo30*) se presenta un rapporto di parentela (di sangue o acquisita) con la famiglia/soggetto controllante: può

essere il fondatore stesso, uno dei suoi figli o un parente/erede della famiglia che negli anni ha ereditato l'azienda.

Poi, è identificato il momento del turnover (*dummy turnover*), ovvero quando un CEO lascia la carica ed entra un nuovo Amministratore Delegato. Particolarmente importante per l'analisi svolta sono gli eventi di successione del management del *famceo30* (*dummy turnover\_famceo*) al cui posto succede un nuovo CEO, che può essere legato (*dummy turnover\_intint* e *newceo\_int*) od esterno all'azionista di maggioranza (*dummy turnover\_intest* e *newceo\_est*). Per tutti i CEO familiari uscenti è identificata la presenza, il genere e il numero dei figli, e la tipologia di legame tra il predecessore e il successore (*dummy newfamceo30\_child* e *newfamceo30\_nochild*). Sono anche esaminati gli eventi di cambio di management da un esterno ad un interno, *dummy turnover\_estint*, per identificare se il nuovo *famceo30*, che entra in carica a seguito di un esterno, sia l'azionista di maggioranza o un altro parente della famiglia controllante. Si è inoltre studiata l'esistenza di legami tra l'anno del turnover e la possibile morte del *famceo30* (*dummy deathyear\_ceo*). Infine, verrà trattata marginalmente la trasmissione del ruolo tra due manager esterni (*dummy turnover\_estest*).

Relativamente l'analisi sulle differenze di genere, nel contesto delle imprese familiari viene applicata all'evento del turnover: si evidenzia l'incidenza delle figlie femmine da parte del predecessore (*dummy daughter* e *daughter\_solo*) e la loro probabilità di ottenere il ruolo di Amministratore Delegato (*newmfaceo\_f*).

## 5.2 Le principali variabili del dataset

La tabella seguente (Tabella 5.1) riporta le variabili costruite per la composizione del dataset, e necessarie per le analisi statistiche relative le imprese familiari e l'evento della successione.

<b>VARIABILE</b>	<b>DESCRIZIONE</b>
<i>firmname</i>	Nome dell'azienda in esame
<i>family30</i>	Dummy = 1 se il soggetto / famiglia detiene una quota di <i>controllingshare</i> $\geq 30$ ; 0 altrimenti
<i>azionista_maggioranza</i>	Nome del soggetto / famiglia che detiene la quota di maggioranza delle azioni
<i>controllingshare</i>	Percentuale detenuta dall'azionista di maggioranza (in presenza di famiglia le quote si sommano)
<i>instinv</i>	Dummy = 1 se uno o più investitori istituzionali detengono una quota significativa della società; 0 altrimenti
<i>inst_share</i>	Percentuale detenuta dall'investitore istituzionale
<i>delisting</i>	Dummy = 1 se in quell'anno la società è uscita dalla borsa; 0 altrimenti
<i>Dual</i>	Dummy = 1 se la società possiede una struttura duale di voto (azioni privilegiate); 0 altrimenti
<i>Empl</i>	Numero totale di dipendenti interni all'azienda
<i>patti_sind</i>	Dummy = 1 se vi è presenza di patti di sindacato; 0 altrimenti
<i>Star</i>	Dummy = 1 se la società è quotata nel segmento STAR della Borsa di Milano; 0 altrimenti
<i>famfond_cda</i>	Dummy = 1 se un familiare della famiglia controllante è presente del C.d.A.; 0 altrimenti
<i>famceo30</i>	Dummy = 1 se il CEO appartiene alla famiglia azionista di maggioranza (quota $\geq 30$ ); 0 altrimenti
<i>fond_CEO</i>	Dummy = 1 se il fondatore è anche il CEO; 0 altrimenti
<i>erede_CEO</i>	Dummy = 1 se il CEO è un erede del fondatore; 0 altrimenti
<i>CEO_chair</i>	Dummy = 1 se il CEO è anche Presidente del C.d.A.; 0 altrimenti
<i>newceo_name</i>	Nome del CEO in carica

<i>ceo_gender</i>	Genere del CEO in carica
<i>ceo_f</i>	Dummy = 1 se il CEO è di genere femminile; 0 altrimenti
<i>ceo_m</i>	Dummy = 1 se il CEO è di genere maschile; 0 altrimenti
<i>turnover</i>	Dummy = 1 se nell'anno di osservazione <i>t</i> si è verificato un cambio di CEO; 0 altrimenti
<i>turnover_famceo</i>	Dummy = 1 se nell'anno di osservazione <i>t</i> si è verificato un cambio di CEO in cui il predecessore è un <i>famceo30</i> ; 0 altrimenti
<i>turnover_est-int</i>	Dummy = 1 se nell'anno di osservazione si è verificato un cambio di CEO in cui il predecessore è un esterno e il successore un <i>famceo30</i> ; 0 altrimenti
<i>turnover_int-int</i>	Dummy = 1 se nell'anno di osservazione si è verificato un cambio di CEO in cui il predecessore e il successore sono <i>famceo30</i> ; 0 altrimenti
<i>turnover_int-est</i>	Dummy = 1 se nell'anno di osservazione si è verificato un cambio di CEO in cui il predecessore è un <i>famceo30</i> e il successore un esterno; 0 altrimenti
<i>famceo30_same</i>	Dummy = 1 se l'azienda è gestita sempre dallo stesso <i>famceo30</i> ; 0 altrimenti
<i>famceo30_change</i>	Dummy = 1 se nell'azienda si verificano turnover tra <i>famceo30</i> ; 0 altrimenti
<i>ceoest_same</i>	Dummy = 1 se l'azienda è gestita sempre dallo stesso CEO esterno; 0 altrimenti
<i>ceoest_change</i>	Dummy = 1 se nell'azienda si verificano turnover tra CEO esterni; 0 altrimenti
<i>children_dummy</i>	Dummy = 1 se il <i>famceo30</i> ha dei figli; 0 altrimenti
<i>son_dummy</i>	Dummy = 1 se il <i>famceo30</i> ha dei figli maschi; 0 altrimenti
<i>daughter_dummy</i>	Dummy = 1 se il <i>famceo30</i> ha dei figlie femmine; 0 altrimenti
<i>son_solo</i>	Dummy = 1 se il <i>famceo30</i> ha solo figli maschi; 0 altrimenti
<i>daughter_solo</i>	Dummy = 1 se il <i>famceo30</i> ha solo figlie femmine; 0 altrimenti
<i>both_gender</i>	Dummy = 1 se il <i>famceo30</i> ha figli di entrambi i generi; 0 altrimenti
<i>son_number</i>	Numero di figli maschi del <i>famceo30</i>
<i>daughter_number</i>	Numero di figlie femmine del <i>famceo30</i>
<i>newfamceo30_m</i>	Dummy = 1 se il nuovo <i>famceo30</i> è di genere maschile; 0 altrimenti

<i>newfamceo30_f</i>	Dummy = 1 se il nuovo <i>famceo30</i> è di genere femminile; 0 altrimenti
<i>newfamceo30_nochild</i>	Dummy = 1 se il nuovo <i>famceo30</i> è parente del predecessore <i>famceo30</i> ma non figlio; 0 altrimenti
<i>newfamceo30_child</i>	Dummy = 1 se il nuovo <i>famceo30</i> è figli predecessore <i>famceo30</i> ; 0 altrimenti
<i>newceo_int</i>	Dummy = 1 se il nuovo CEO entrante è legato alla <i>family30</i> ; 0 altrimenti
<i>newceo_est</i>	Dummy = 1 se il nuovo CEO entrante è esterno alla <i>family30</i> ; 0 altrimenti
<i>deathyear_ceo</i>	Dummy = 1 se il <i>famceo30</i> lascia la carica perché è morto nell'anno corrente; 0 altrimenti
<i>uni_degree</i>	Dummy = 1 se il CEO possiede un diploma di Laurea; 0 altrimenti
<i>ing_degree</i>	Dummy = 1 se il CEO possiede un diploma di Laurea in Ingegneria; 0 altrimenti
<i>ceo_age</i>	Età del CEO (anno-birth_year)
<i>totcomp_ceo</i>	Compenso totale del CEO composto da compenso fisso, benefici non monetari, bonus e altri compensi del CEO
<i>manuf</i>	Dummy = 1 se l'azienda familiare appartiene al settore manifatturiero; 0 altrimenti
<i>tertiary</i>	Dummy = 1 se l'azienda familiare appartiene al settore terziario; 0 altrimenti
<i>utility</i>	Dummy = 1 se l'azienda familiare appartiene al settore delle utility; 0 altrimenti
<i>istat_3d</i>	Codice ISTAT a 3 cifre, secondo la natura del prodotto
<i>istat_2d</i>	Codice ISTAT a 2 cifre, secondo la natura del prodotto
<i>settore_mediobanca</i>	Settore Mediobanca rispetto l'anno di osservazione
<i>type</i>	10 bassa Pubbl. E Bassa R&D; 21 alta Pubbl. E bassa R&D; 22 bassa Pubbl e alta R&D; 23 alta Pubbl. E alta R&D
<i>typer</i>	Dummy = 1 se il settore in cui opera l'azienda è ad alta intensità di R&D; 0 altrimenti
<i>totasset</i>	Totale dell'attivo reale
<i>mktcap</i>	Totale della capitalizzazione di mercato reale
<i>sales</i>	Fatturato totale
<i>spi2010</i>	Indice dei prezzi considerando il 2010 come anno base

Tabella 5. 1 Elenco delle variabili presenti nel dataset, utilizzate per l'analisi delle imprese familiari e della successione.

### 5.3 Introduzione ai dati

Le imprese quotate presso la Borsa di Milano prese in esame sono 163, di cui 120 sono classificate come imprese familiari (specificatamente quelle in cui la famiglia/individuo possiede una quota proprietaria maggiore o uguale al 30%). Con il termine “famiglia” si intende sia la famiglia del fondatore sia un individuo/famiglia che è diventato l’azionista di maggioranza all’interno dell’impresa tramite l’acquisto del blocco controllante di azioni.

Il numero complessivo di CEO delle imprese familiari, sia interni che esterni alla famiglia, è di 242, di cui 236 sono di genere maschile (97,5% del totale) e 6 di genere femminile (2,5% dei CEO totali). I CEO familiari, che presentano legami di parentela con la famiglia controllante, sono complessivamente 94 (38,85% dei CEO complessivi), di cui 90 di genere maschile (95,7% dei *famceo30*) e 4 di genere femminile (4,3% dei *famceo30*). La seguente Tabella 5.2 riporta il numero e le percentuali complessive dei manager appartenenti alle imprese familiari, e poi specificatamente dei CEO esterni o interni alla famiglia controllante, secondo l’analisi del genere.

È importante sottolineare come con il termine CEO familiare (*famceo30*) si intendano i soggetti legati alla famiglia che detiene la quota di controllo, e può essere il fondatore stesso, i suoi figli, o un altro parente che possiede con la famiglia un legame di sangue o acquisito (ad esempio per la Boero Bartolomeo Rupnik è il genero di Cavalleroni, azionista di maggioranza).

<b>CEO imprese familiari</b>	<b>TOTALE</b>	<b>%</b>	<b>UOMINI</b>	<b>%</b>	<b>DONNE</b>	<b>%</b>
<b>TOTALE</b>	<b>242</b>	<b>100%</b>	<b>236</b>	<b>100%</b>	<b>6</b>	<b>100%</b>
<i>CEO familiari</i>	94	38,85%	90	38,1%	4	66,6%
<i>CEO esterni</i>	148	61,15%	146	61,9%	2	33,3%

Tabella 5. 2 La tabella riporta il numero e la percentuale dei CEO delle imprese familiari, secondo la classificazione tra interni o esterni alla famiglia e secondo il genere.

### 5.3.1 I CEO

Il seguente grafico a barre (Figura 5.1) riporta sull'asse verticale il numero complessivo di CEO (colore arancione) e di *famceo30* (blu), nel campione di imprese familiari. Per ogni anno considerato viene anche riportata la percentuale dei CEO familiari rispetto al totale dei manager in carica.

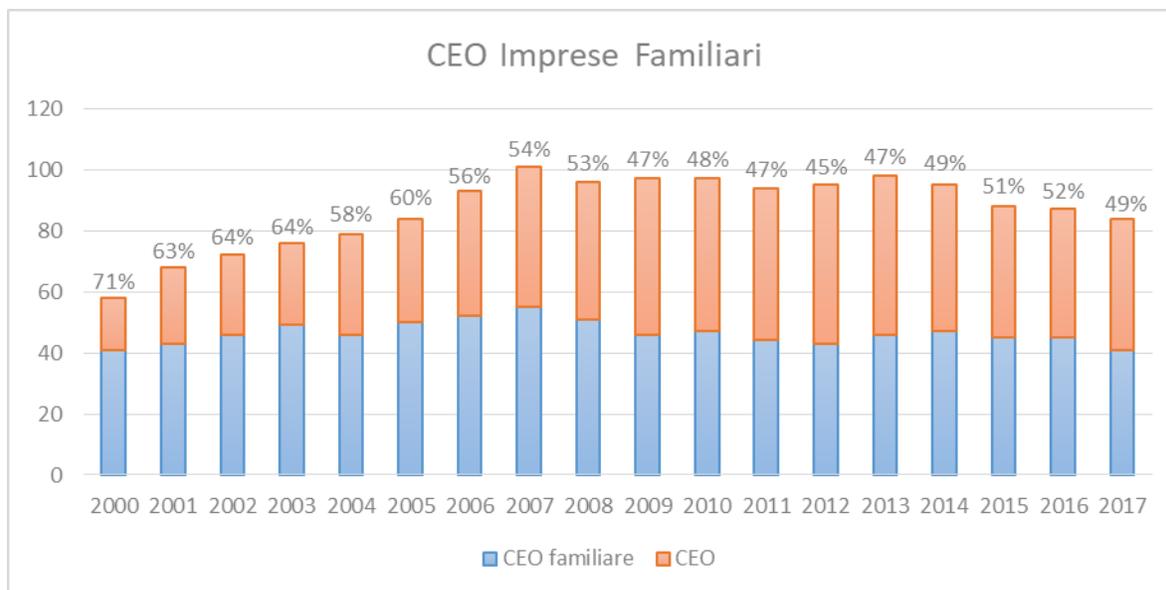


Figura 5. 1 La figura riporta in termini di valore assoluto il numero complessivo di CEO e di CEO familiari, per il campione di imprese familiari considerate. Viene anche riportata l'incidenza in termini percentuali dei CEO familiari sul totale dei CEO.

La percentuale rispetto la presenza di CEO familiari più bassa si riscontra negli anni dal 2009 al 2014, con un range del valore percentuale dal 45 al 48%.

Se si considera il grado di scolarizzazione dei CEO in carica nelle imprese familiari, emerge che 185 possiedono un diploma di laurea (76,5% dei CEO totali delle imprese familiari), mentre il restante 23,5% possiede un grado di educazione pari al diploma di scuola superiore. In particolare per i CEO con la laurea, 75 sono laureati in ingegneria (il 40,5% dei CEO laureati). Tra i CEO laureati, quelli familiari sono 60 (il 63,8% dei *famceo30*) e di questi 25 possiedono una laurea in ingegneria (41,7 % dei *famceo30* laureati).

Proseguendo l'analisi del livello di scolarizzazione dal punto di vista del genere, emerge che le donne che ricoprono il ruolo di CEO in imprese familiari e posseggono un titolo di laurea sono 5, ovvero l'84% del totale CEO donne. Le donne *famceo30* laureate sono 3, ovvero il 75% dei *famceo30* donne (sono 4 in termini assoluti). I CEO di genere femminile non familiari presentano nel 100% dei casi analizzati un diploma di laurea, e quelle laureate in ingegneria sono due ed entrambe ricadono nella categoria dei *famceo30*.

Il grafico riportato di seguito (Figura 5.2) mostra l'andamento temporale dell'età media dei CEO totali delle imprese familiari (blu) e dei *famceo30* (arancione). Per i CEO, comprensivo sia degli esterni sia degli interni, l'età media oscilla da un minimo di 53 anni nel 2005 a un massimo di 58 anni nel 2017. Per i CEO familiari l'età oscilla da un minimo di 54 anni nel 2000 a un massimo di media 60 anni nel 2017.

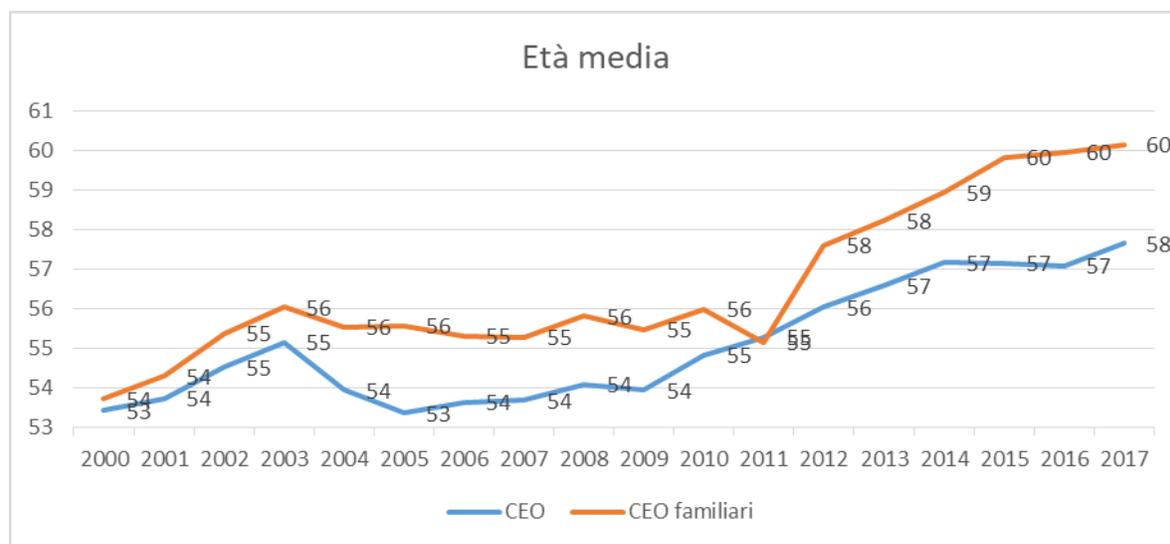


Figura 5. 2 Serie storica relativa l'età media dei CEO totali e dei CEO familiari, per il campione composto dalle imprese familiari.

### 5.3.2 Le imprese

I grafici sottostanti riportano le distribuzioni annuali della numerosità del campione di aziende analizzato. Il primo grafico (Figura 5.3) mostra l'andamento temporale del numero di osservazioni rispetto al totale delle imprese quotate presso la Borsa di Milano di cui si compone il campione costruito, nel range degli anni esaminati. Il secondo grafico (Figura 5.4), invece, mostra nello specifico l'andamento temporale relativamente le sole imprese familiari, oggetto del nostro studio. Entrambi i grafici sono rappresentati in termini di valore assoluto e presentano il minor numero di osservazioni nel 2000, per poi aumentare e decrescere in prossimità degli ultimi anni analizzati. Il terzo grafico (Figura 5.5) riporta l'andamento temporale della percentuale delle sole imprese familiari sul totale delle aziende considerate, relativamente ad ogni anno preso in esame. La percentuale delle familiari sul totale delle imprese passa da un massimo di quasi 80% nel 2000 e 2001 a un minimo del 68% nel 2011 e 2012. Tali percentuali sono ampiamente superiori al 50%, a dimostrazione di come nel territorio italiano le imprese familiari siano largamente diffuse.

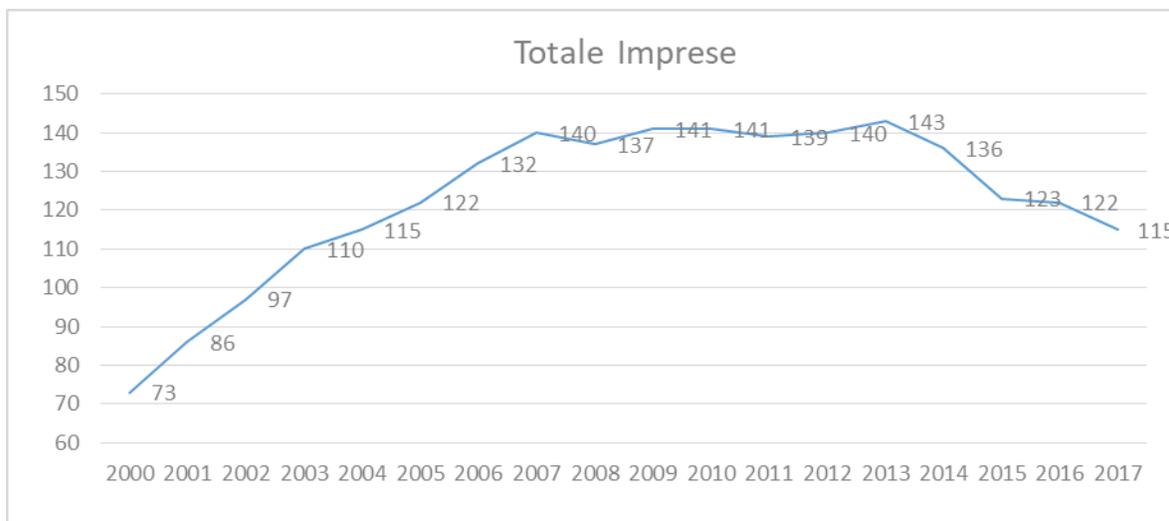


Figura 5.3 Serie storica annuale relativa la presenza complessiva, negli anni considerati, di tutte le imprese presenti nel dataset (indipendentemente che siano classificate come familiari).

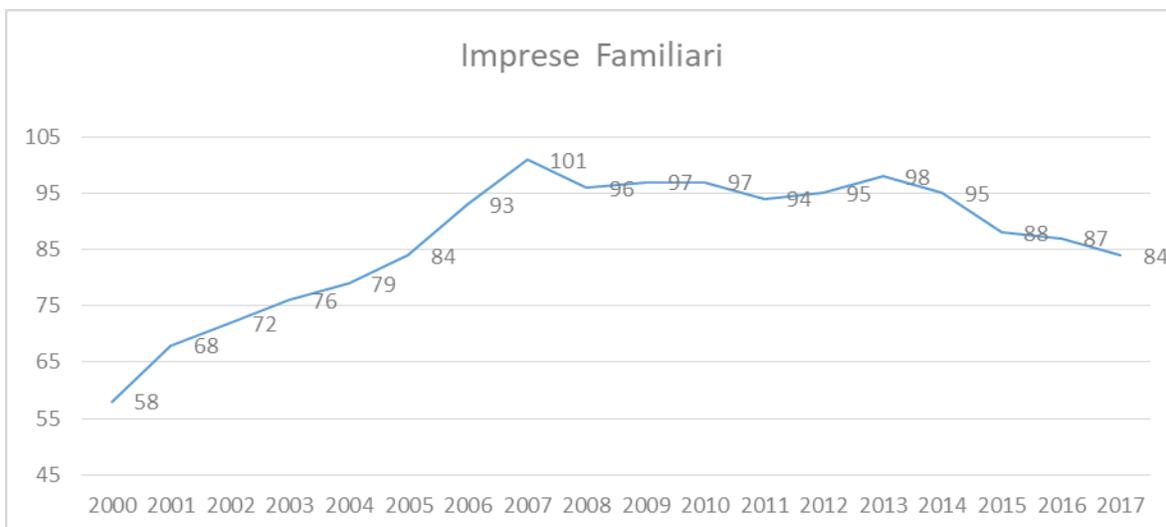


Figura 5. 4 Serie storica annuale relativa la presenza, negli anni considerati, delle imprese familiari presenti nel dataset.

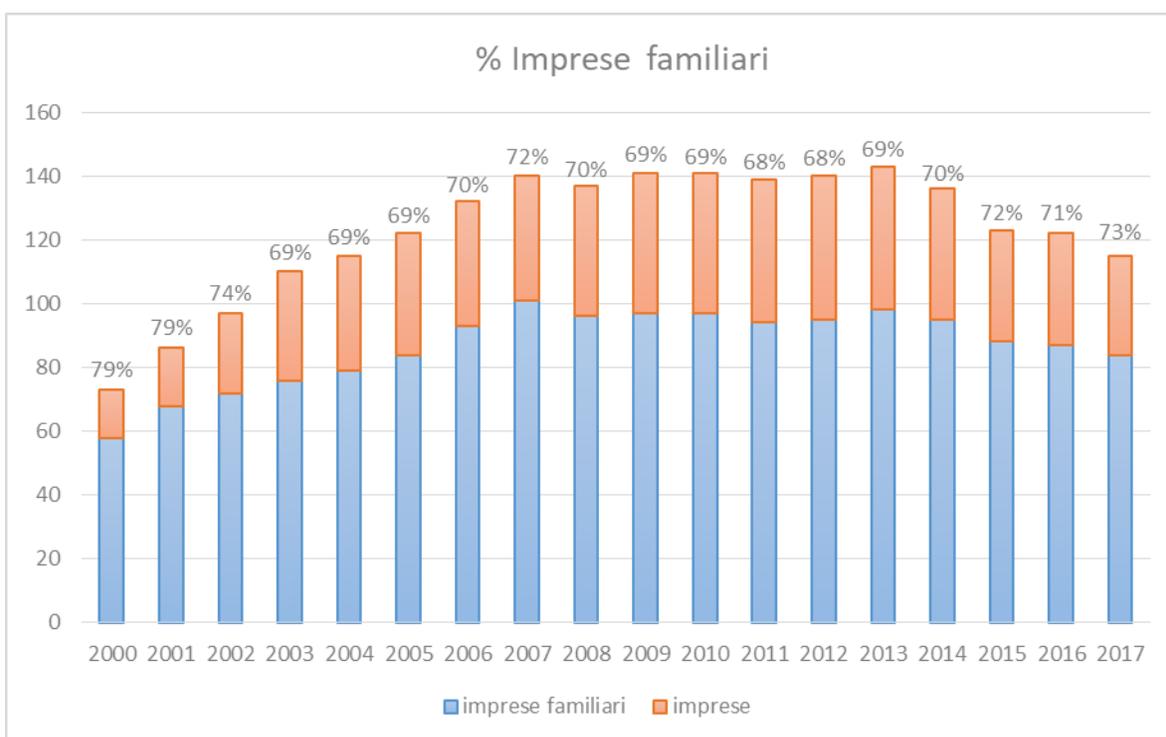


Figura 5. 5 Serie storica in termini di valore assoluto del totale imprese complessive e delle imprese familiari presenti nel dataset, e la relativa incidenza in termini percentuali di queste ultime rispetto al totale delle imprese, nell'anno di riferimento.

### 5.3.3 L'analisi settoriale

Il campione di imprese oggetto dell'analisi è composto dalle imprese familiari italiane quotate sulla Borsa di Milano nel segmento industriale, e i dati riportati di seguito sono riferiti al totale delle osservazioni presenti negli anni considerati. 98 aziende (81,6% delle *family30*) appartengono al settore manifatturiero, che comprende tutte le attività relative alla produzione di beni/manufatti a partire da materie prime o semilavorati; 12 (10% delle *family30*) aziende appartengono al settore terziario, che si occupa della produzione e fornitura di servizi; 10 (8,4% delle *family30*) appartengono al settore delle utility, in cui operano principalmente aziende che erogano servizi quali acqua, energia elettrica e gas.

Se si considerano le differenze settoriali secondo gli investimenti in Ricerca e Sviluppo (R&D) e in Pubblicità, si fa riferimento al grafico sottostante (Figura 5.6). La legenda riporta i seguenti valori:

- 10 settore a bassa intensità di spesa in Pubblicità e Ricerca e Sviluppo;
- 21 settore ad alta intensità di spesa in Pubblicità e bassa in Ricerca e Sviluppo;
- 22 settore a bassa intensità di spesa in Pubblicità e alta in Ricerca e Sviluppo;
- 23 settore ad alta intensità di spesa in Pubblicità e Ricerca e Sviluppo.

Nel diagramma a barre rappresentato di seguito sull'asse verticale è riportato il numero di imprese familiari appartenenti alle rispettive categorie settoriali, secondo l'intensità degli investimenti in R&D e Pubblicità. Per ogni segmento è riportata la percentuale di *family30* che vi appartengono sul totale delle *family30*, per l'intero range di anni esaminati. Per tale identificazione, nel database le imprese sono state filtrate secondo il settore di appartenenza e poi è stato contato il numero di elementi presente in ogni categoria e rapportato al totale delle imprese familiari. Come si evince dal grafico, la quota maggiore di imprese risulta investire poco nella Pubblicità e nella Ricerca e Sviluppo (il 39% delle imprese familiari).

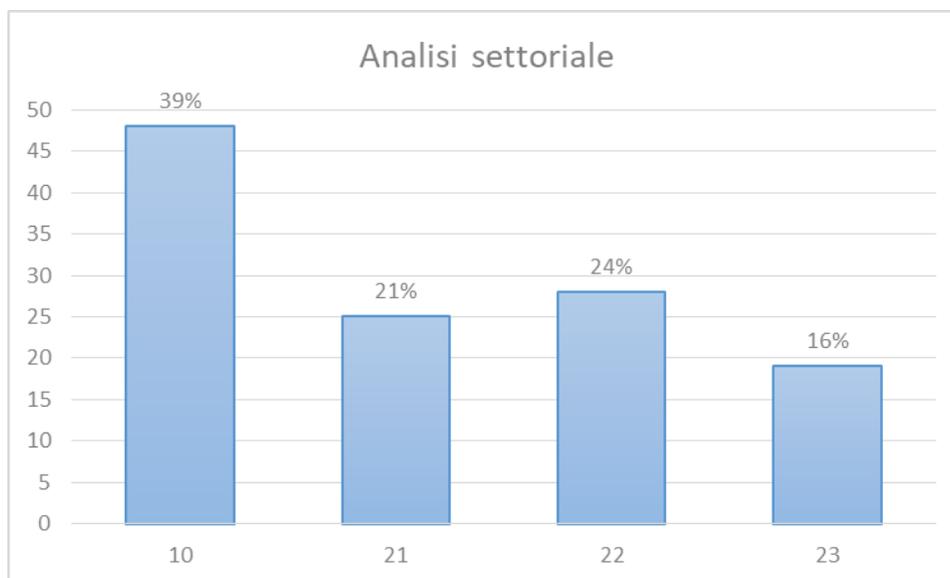


Figura 5. 6 Classificazione delle imprese familiari a seconda dell'intensità di spesa in R&D e Pubblicità. I dati sono riportati sia in termini assoluti (asse verticale) sia in percentuale rispetto al totale delle imprese familiari, considerando l'intervallo di anni dal 2000 al 2017.

Infine, in Figura 5.7 si considerano i settori industriali secondo la definizione riportata da Mediobanca. Al settore *meccanico* appartiene il maggior numero di imprese del dataset (14), seguito da *alimentare* e *abbigliamento* (10). Il settore *cartario*, *emittenza televisiva*, *impiantistico*, *metallurgico*, *petrolio derivati e altri combustibili*, e *vetro* sono rappresentati da una sola azienda.

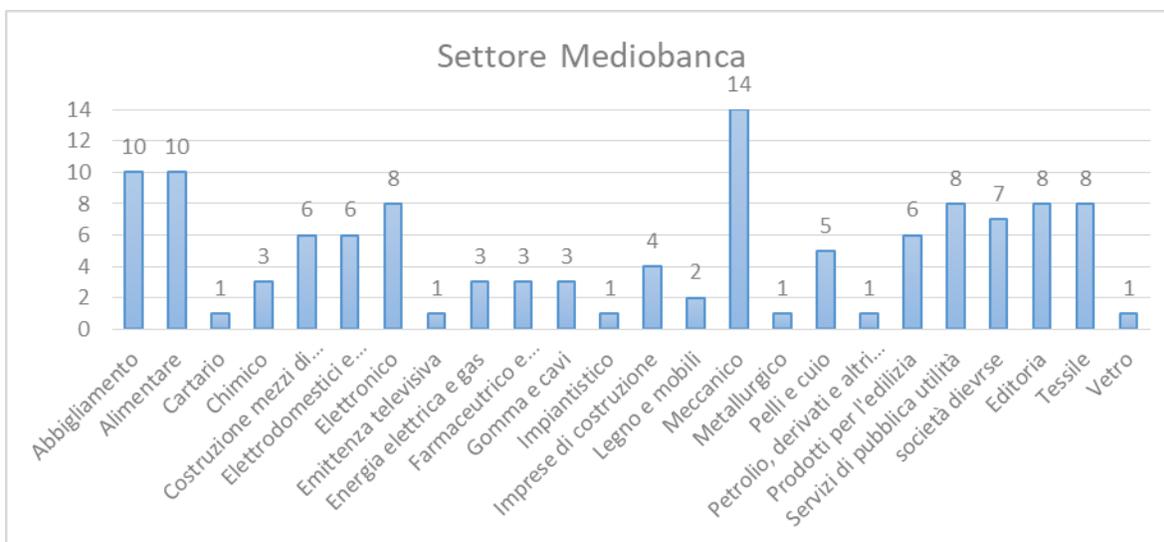


Figura 5. 7 Classificazione delle imprese familiari secondo l'analisi settoriale presentata da Mediobanca, considerando l'intervallo di anni dal 2000 al 2017.

#### 5.3.4 La successione

Per studiare i dati campionari relativi la successione in ambito familiare sono state costruite le seguenti variabili dummy:

- *turnover*
- *turnover\_estest*
- *turnover\_famceo* (*turnover\_intint*, *turnover\_intest*)
- *turnover\_estint*

La variabile dummy *turnover* (=1 se si verifica l'evento di turnover) racchiude tutte le tipologie di passaggio di carica che si possono verificare all'interno dell'azienda, quindi da interno ad interno, da interno ad esterno, da esterno ad interno ed infine da esterno ad esterno. Per l'analisi riportata nel capitolo verranno utilizzate in particolare le ultime due variabili booleane, le quali ci forniscono una prospettiva puntuale del fenomeno esaminato. *turnover\_famceo* è una variabile binaria che si riferisce al cambio di ruolo da un manager legato alla famiglia ad un nuovo Amministratore Delegato (sia interno che esterno), e in tali circostanze assume valore pari a 1. Sono poi state costruite le variabili *turnover\_intint* e *turnover\_intest* per studiare più dettagliatamente questo evento. L'ultima variabile *turnover\_estint* è anch'essa una variabile binaria e considera le imprese nelle quali per una serie di anni il ruolo di Amministratore Delegato è stato ricoperto da un esterno, probabilmente perché gli eredi della famiglia controllante erano ancora inesperti o troppo giovani per assumere la carica, e al cui posto subentra *famceo30*. Il successore può essere il fondatore stesso, o i suoi figli o un parente legato alla famiglia con la quota controllante. Questa variabile assume valore pari a 1 se nell'anno dell'osservazione entra in carica, al posto dell'Amministratore Delegato esterno, uno interno alla famiglia (*famceo30*).

Nel campione costruito ed analizzato di imprese familiari quotate sul mercato italiano, gli scenari di turnover che si presentano sono i seguenti:

- *Family CEO senza figli – CEO esterno*
- *Family CEO con figli F e M – CEO esterno*

- Family CEO con figli F – CEO esterno
- Family CEO con figli M– CEO esterno
- Family CEO senza figli – Family CEO
- Family CEO con figli F e M – Family CEO
- Family CEO con figli F – Family CEO
- Family CEO con figli M– Family CEO
- CEO esterno – Family CEO F
- CEO esterno – Family CEO M
- CEO esterno – CEO esterno

Il totale complessivo di tutti i turnover (nel range di anni 2000-2017) nel campione delle imprese familiari è di 141, di cui: 75 riferiti a un cambio di ruolo tra due manager esterni (53% del totale) ovvero una successione esterna, 30 turnover si riferiscono a una successione in cui al posto del predecessore *famceo30* entra in carica uno esterno (21,5% del totale), i passaggi di ruolo interni sono 11 (7,8% del totale), mentre 25 sono i turnover da un esterno ad un interno (17,7% del totale). In totale sono 66 i passaggi da un manager interno a uno interno/esterno e da un esterno ad un interno (47% del totale complessivo), ovvero tutti i passaggi di ruolo che coinvolgono il *famceo30* come predecessore e/o successore (variabili *turnover\_intint*, *turnover\_intest* e *turnover\_intest*).

I 66 cambi sono il totale preso a riferimento per le analisi seguenti sul cambio di ruolo.

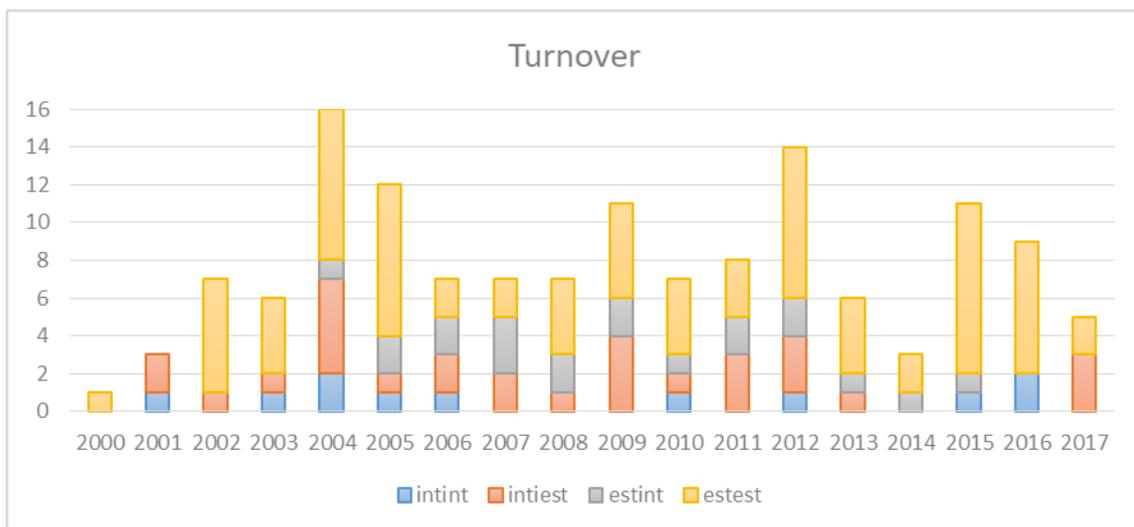


Figura 5. 8 Il diagramma riporta la distribuzione temporale, in valore assoluto, dei turnover verificatosi nel campione di imprese familiari, classificati secondo la tipologia del cambio di management.

Il grafico (Figura 5.8) riportato di sopra mostra la diffusione dell'evento del turnover dal 2000 al 2017 nelle imprese familiari italiane quotate, così da fornire un'indicazione sulla distribuzione temporale degli eventi che studiamo.

Nelle analisi seguenti l'evento della successione esterna non sarà oggetto di studio, ma l'analisi si focalizzerà sugli eventi che coinvolgono il *famceo30* (66 turnover).

La Tabella 5.3.a sottostante mostra nello specifico le analisi riferite ai 66 turnover da un manager interno a uno interno/esterno e da un esterno ad un interno, ovvero successioni in cui è sempre coinvolto il manager familiare. Nelle situazioni in cui il manager in carica appartiene alla famiglia, questa detiene il controllo proprietario e di gestione, creandosi sovrapposizione tra proprietà e controllo. In particolare, nel caso di successione interna la Tabella 5.3.b verifica se il nuovo manager che entra a ricoprire il ruolo è il figlio del predecessore o presenta un'altra tipologia di parentela (nipote, marito, cognato..).

Secondo l'analisi del genere, per quanto riguarda i manager di genere femminile le due manager classificate come esterne prendono parte solo a turnover esterni, mentre i *famceo30* donna (4) danno luogo a 6 turnover totali. Ratti e Franceschetti, infatti, sperimentano due cambi di carica: da esterno ad interno e successivamente lasciano la carica con un turnover da interno ad esterno. In totale sono 8 i turnover in cui sono coinvolte le donne, ed i restanti 133 turnover (dei 141 totali) e i 60 int-int/est e est-int (dei 66 secondo la seconda classificazione) coinvolgono solo gli uomini.

<b>TIPOLOGIA DI TURNOVER</b>	<b>NUMERO DI TURNOVER</b>	<b>%</b>
<b>TOTALE TURNOVER</b>	<b>66</b>	<b>100 %</b>
<i>CEO familiare- CEO esterno</i>	30	45,45 %
<i>CEO familiare – CEO familiare</i>	11	16,7%
<i>CEO esterno - CEO familiare</i>	25	37,9 %

*Tabella 5. 3.a La tabella riporta il totale e le percentuali di turnover che si verificano nelle imprese familiari, secondo la loro classificazione.*

<b>TIPOLOGIA DI TURNOVER</b>	<b>NUMERO DI TURNOVER</b>	<b>%</b>
<b>CEO familiare – CEO familiare</b>	<b>11</b>	<b>100%</b>
<i>CEO familiare – CEO familiare (figlio del predecessore)</i>	3	27,3%
<i>CEO familiare – CEO familiare (non figlio del predecessore)</i>	9	72,7%

Tabella 5.3.b La tabella riporta il totale e le percentuali di turnover interni famiglia, che si verificano nelle imprese familiari, secondo le tipologie di parentela del successore entrante nel ruolo.

La tabella sottostante Tabella 5.4 riporta la distribuzione temporale dei turnover, separatamente per le tre tipologie di eventi su cui si focalizza l'analisi. La colonna "TOT" riporta il numero in valore assoluto dei turnover nel rispettivo anno, mentre la colonna "%" riporta il rapporto tra il numero di turnover dell'anno considerato rispetto al totale dei turnover in esame (66). L'anno in cui si verificano più cambi è il 2004.

<b>ANNO</b>	<b>CEO familiare- CEO familiare</b>	<b>CEO familiare – CEO esterno</b>	<b>CEO esterno – CEO familiare</b>	<b>TOT</b>	<b>%</b>
2000	0	0	0	0	0
2001	1	2	0	3	5 %
2002	0	1	3	4	6 %
2003	1	1	2	4	6 %
2004	2	5	1	8	12 %
2005	1	1	2	4	6 %
2006	1	2	2	5	8 %
2007	0	2	3	5	8 %
2008	0	1	2	3	5 %
2009	0	4	2	6	9 %
2010	1	1	1	3	5 %

2011	0	3	2	5	8 %
2012	1	3	2	6	9 %
2013	0	1	1	2	3 %
2014	0	0	1	1	2 %
2015	1	0	1	2	3 %
2016	2	0	0	2	3 %
2017	0	3	0	3	5 %
<b>TOTALE</b>	<b>11</b>	<b>30</b>	<b>25</b>	<b>66</b>	<b>100 %</b>

Tabella 5. 4 Distribuzione temporale dei turnover delle imprese familiari, separatamente per tipologia di cambio di carica, nel range di anni considerato.

Anche la Tabella 5.5 riporta le tre casistiche della successione (CEO interno – CEO esterno, CEO interno – CEO interno e CEO esterno – CEO interno), in relazione alle tipologie settoriali riportate da Mediobanca ed a cui appartengono le imprese familiari di cui si compone il campione in esame. Ogni settore presenta il numero totale di turnover che si verificano nel range dal 2000 al 2017. La colonna “TOT” riporta il numero in valore assoluto dei turnover nel rispettivo segmento settoriale, mentre la colonna “%” riporta il rapporto tra il numero di turnover del settore considerato rispetto al totale dei turnover in esame (66). Il settore meccanico è quello a cui appartengono più imprese familiari quotate ed è anche quello in cui si verificano più turnover, con la prevalenza dell’esternalizzazione della carica.

<b>SETTORE Mediobanca</b>	<b>CEO familiare- CEO familiare</b>	<b>CEO familiare – CEO esterno</b>	<b>CEO esterno – CEO familiare</b>	<b>TOT</b>	<b>%</b>
Abbigliamento	0	2	3	5	8%
Alimentare	1	2	2	5	8%
Cartario	0	0	1	1	2%
Chimico	1	0	0	1	2%

<i>Costruzione mezzi di trasporto</i>	0	5	3	8	12%
<i>Elettrodomestici e apparecchi radio</i>	1	0	2	3	5%
<i>Elettronico</i>	0	2	2	4	6%
<i>Emittenza radiotelevisiva</i>	0	0	1	1	2%
<i>Energia elettrica e gas</i>	0	1	0	1	2%
<i>Farmaceutico e cosmetico</i>	1	0	0	1	2%
<i>Gomma e cavi</i>	0	2	1	3	5%
<i>Impiantistico</i>	0	1	0	1	2%
<i>Imprese di costruzione</i>	1	1	1	3	5%
<i>Legno e mobili</i>	0	0	0	0	0%
<i>Meccanico</i>	2	6	4	12	18%
<i>Metallurgico</i>	0	0	0	0	0%
<i>Pelli e cuoio</i>	0	0	0	0	0%
<i>Petrolio, derivati e altri combustibili</i>	0	0	0	0	0%
<i>Prodotti per l'edilizia</i>	2	2	3	7	11%
<i>Servizi di pubblica utilità</i>	0	2	0	2	3%
<i>Società diverse</i>	1	0	1	2	3%
<i>Stampa - Editoria</i>	0	2	0	2	3%
<i>Tessile</i>	1	2	1	4	6%
<i>Vetro</i>	0	0	0	0	0%
<b>TOTALE</b>	<b>11</b>	<b>30</b>	<b>25</b>	<b>66</b>	<b>100%</b>

Tabella 5. 5 Distribuzione dei turnover delle imprese familiari nei settori identificati da Mediobanca, separatamente per tipologia di cambio di carica.

### 5.3.4.1 Il turnover\_famceo

In primo luogo l'analisi si concentra sulla successione da parte del CEO familiare, ovvero una persona legata alla famiglia che detiene la quota di controllo (il fondatore stesso, i rispettivi figli di questo o un altro parente con legami di sangue o acquisiti), e che lascia la sua carica ad un nuovo manager interno od esterno.

La prima colonna della Tabella 5.6 si riferisce al totale dei turnover secondo la classificazione identificata dalla variabile booleana *turnover\_famceo*. Prendendo in considerazione il genere del *famceo30* uscente dal ruolo, 3 dei turnover analizzati (7,3% del totale *turnover\_famceo*) si riferiscono ad un CEO di genere femminile che lascia la carica, mentre 38 sono relativi agli uomini (92,7% del totale *turnover\_famceo*). Quando è il CEO donna a lasciare la carica nell'azienda di famiglia, in due dei tre casi che si verificano il ruolo passa ad un esterno, mentre solo per la Biesse si verifica un passaggio interno in cui lascia la carica al marito. Negli altri due il passaggio esterno è riconducibile al fatto che le donne pur avendo figli, questi hanno un'età ancora troppo giovane per entrare in azienda al posto della madre.

Non vi sono casi di *turnover\_famceo* in cui il manager che entra è di genere femminile, ma in tutto il campione di passaggi interni studiati subentra uno di genere maschile.

	<i>turnover_famceo</i>	%	CEO familiare-CEO esterno	CEO familiare-CEO familiare
<b>TOTALE</b>	<b>41</b>	<b>100%</b>	<b>30</b>	<b>11</b>
<i>CEO donna uscente</i>	3	7,3%	2	1
<i>CEO uomo uscente</i>	38	92,7%	29	9
<i>CEO donna entrante</i>	0	0%	0	0
<i>CEO uomo entrante</i>	41	100%	30	11

Tabella 5. 6 La tabella descrive l'evento *turnover\_famceo* secondo il genere del CEO entrante o uscente.

La Tabella 5.7.a mostra l'evento prendendo in considerazione la successione dal punto di vista della presenza od assenza di eredi diretti da parte del *famceo30* uscente. Per ciascuna tipologia riporta quindi il numero di turnover che si verificano, e poi separatamente secondo il genere dei figli se il predecessore ha eredi diretti (Tabella 5.7.b). Le prime colonne di Tabella 5.7.a. si riferiscono al totale di *turnover\_famceo*, indipendentemente che al CEO familiare succeda un interno o un esterno, secondo l'analisi della presenza od assenza di figli. Le prime due colonne in Tabella 5.7.b, invece, riportano il totale dei turnover in cui il predecessore ha eredi diretti, secondo l'analisi del genere.

Gli eventi in cui il CEO uscente sia senza figli, ma al suo posto subentra un parente, si riferiscono ai nipoti.

Questa classificazione permette di evidenziare come pur in presenza di figli, che possono essere eredi diretti al ruolo succedendo il padre che lascia la carica, vi sia la preferenza ad assumere un esterno. Vi è una tendenza ad assumere un manager professionale per dirigere l'azienda, al fine di rimanere il più competitivi possibile nel segmento di mercato in cui si opera. Inoltre la maggior parte dei CEO familiari uscenti presenta almeno un figlio (il totale di manager uscenti senza figli è solo il 12,1%), a prova dell'importanza che riveste la creazione di una famiglia a livello sociale. In generale la presenza di sole figlie femmine da parte del manager uscente costituisce la percentuale più bassa nella composizione delle famiglie.

<b>TURNOVER</b>	<b>TOT</b>	<b>%</b>	<b>CEO familiare– CEO esterno</b>	<b>%</b>	<b>CEO familiare– CEO familiare</b>	<b>%</b>
<b>TOTALE TURNOVER</b>	<b>41</b>	<b>100%</b>	<b>30</b>	<b>100%</b>	<b>11</b>	<b>100%</b>
<i>CEO uscente senza figli</i>	5	12,2%	2	6,6%	3	27,7%
<i>CEO uscente con figli</i>	36	87,8%	28	93,3%	8	72,3%

*Tabella 5. 7.a La tabella riporta il numero e la percentuale di eventi di turnover\_famceo, secondo la presenza o assenza di figli da parte del predecessore.*

<b>TURNOVER</b>	<b>TOT</b>	<b>%</b>	<b>CEO familiare– CEO esterno</b>	<b>%</b>	<b>CEO familiare– CEO familiare</b>	<b>%</b>
<b>CEO uscente con figli</b>	<b>36</b>	<b>100%</b>	<b>28</b>	<b>100%</b>	<b>8</b>	<b>100%</b>
<i>CEO uscente figli M /F</i>	23	64%	18	64,3%	5	62,5%
<i>CEO uscente solo figli M</i>	9	25%	7	25%	2	25%
<i>CEO uscente solo figlie F</i>	4	11%	3	10,7%	1	12,5%

Tabella 5. 7.b La tabella riporta il numero e la percentuale di eventi di turnover\_famceo quando il famceo30 presenta figli, secondo il genere dei figli.

Per poter comprendere le dinamiche legate alla successione nel contesto italiano è importante osservare la presenza dei figli da parte del predecessore e il loro relativo genere. Nei turnover in cui sono presenti eredi diretti il 25% hanno solo figli maschi, l'11% solo figlie femmine, e il 64% hanno figli di entrambi i generi (le percentuali sono state calcolate rispetto al totale di *turnover\_famceo* in cui il *famceo30* ha eredi diretti).

Per quanto riguarda i turnover analizzati i CEO uscenti dalla carica senza figli sono 5: questi avranno la possibilità di incaricare un CEO esterno (40% dei turnover con CEO senza figli) o un loro parente (60% dei turnover con CEO senza figli), che come spiegato precedentemente si riferisce ai nipoti.

Quando i CEO hanno solo figlie femmine, situazione che si verifica in 4 successioni sul totale dei *turnover\_famceo*, in tre casi (il 75% degli eventi esaminati di sole figlie femmine) il controllo passa a un CEO esterno di genere maschile, mentre in un unico caso il management rimane internamente alla famiglia ed entra in carica un *famceo30* uomo imparentato con quello uscente.

Se l'Amministratore Delegato ha solo figli maschi, nel 77,7% dei turnover specifici il controllo passa ad un esterno, mentre se presenta eredi di entrambi i generi lascia la carica esternamente per il 78,2% dei turnover.

Va quindi evidenziata la preferenza all'esternalizzazione della carica, con una frequenza di circa il 75% per tutte le classificazioni di eredi, e maggiore quando son presenti figli di entrambi i generi.

La seguente Tabella 5.8 analizza la successione dal punto di vista del legame di parentela dei predecessori del CEO familiare quando il *famceo30* uscente ha eredi diretti (36 turnover). Il turnover interno viene descritto secondo il legame di parentela del predecessore (può essere il figlio o un altro parente ad esempio i nipoti, il genero, il marito del CEO uscente ecc.), a seconda che il manager uscente abbia i figli di entrambi i generi, o solo figli di genere maschile o solo di genere femminile. Il predecessore non ha figli in 5 turnover in cui è il *famceo30* a lasciare la carica, mentre in 36 turnover ci sono eredi diretti (analizzati in tabella 5.8). In presenza di eredi diretti, in 23 turnover il *famceo30* presenta figli di entrambi i generi, ma solo in 5 successioni il ruolo rimane internamente alla famiglia. In presenza di soli figli maschi o sole figlie femmine, il CEO entrante familiare non è mai l'erede diretto ma un altro parente quando la successione avviene internamente alla famiglia. Nonostante la presenza di figli, in queste due ultime casistiche il ruolo tende a essere ceduto ad un esterno.

La prima riga si riferisce al totale dei *turnover\_famceo* in cui *famceo30* uscenti hanno figli, indipendentemente che il manager entrante sia interno od esterno. Le due righe successive si riferiscono specificatamente all'entrata nel ruolo di un manager familiare, figlio o altro parente. L'ultima riga, invece, mostra i turnover in cui, nonostante la presenza di eredi diretti da parte del predecessore *famceo30*, il successore è esterno alla famiglia.

Quando il manager ha figli di entrambi i generi, gli eredi diretti hanno il 13% di probabilità di essere il successore del padre (3 turnover dei 23 riferiti alla condizione in analisi), quando presenta solo figli maschi non subentra mai uno di questi e in soli due casi entra un altro parente. Analogamente, se presenta solo figlie femmine queste non entrano mai in carica al posto del padre e in un solo evento subentra nel ruolo un altro parente, preferendo promuovere al ruolo di Amministratore Delegato un esterno.

Come si evince dalla tabella presentata, coerentemente con i risultati precedentemente descritti, in presenza di eredi diretti è preferita l'esternalizzazione della carica.

<b>TURNOVER</b>	<b>Entrambi i generi</b>	<b>%</b>	<b>Solo figli</b>	<b>%</b>	<b>Solo figlie</b>	<b>%</b>
<b>TOTALE</b>	<b>23</b>	<b>100%</b>	<b>9</b>	<b>100%</b>	<b>4</b>	<b>100%</b>
<i>Nuovo family CEO è il figlio del CEO uscente</i>	3	13%	0	0	0	0
<i>Nuovo family CEO è un altro parente</i>	2	8,8%	2	22%	1	25%
<i>Nuovo CEO è un esterno</i>	18	78,2%	7	78%	3	75%

Tabella 5.8 La tabella riporta il numero e le percentuali dell'evento turnover\_famceo quando il famceo30 presenta figli (36), dal punto di vista dei figli del predecessore.

Dei 41 turnover\_famceo totali esaminati, 6 sono riconducibili al decesso del famceo30 in carica fino all'anno del turnover (Tabella 5.9), e il cambio di management è legato alla sua morte. Come si evince dalla tabella sottostante in presenza di sole figlie di genere femminile, evento che si verifica una sola volta, il ruolo passa ad un altro parente, in particolare si riferisce alla promozione del marito della figlia. In presenza di figli di entrambi i generi, 3 volte delle 4 in cui si verifica, il ruolo passa ad un esterno. Infine, quando il CEO deceduto non ha figli la carica passa ad un altro parente e non vi è la promozione di un esterno.

<b>CEO deceduto</b>	<b>Totale</b>	<b>Figlio del CEO familiare</b>	<b>No figlio del CEO familiare</b>	<b>CEO esterno</b>
<i>Senza figli</i>	1	0	1	0
<i>Con figli M e F</i>	4	1	0	3
<i>Con figli M</i>	0	0	0	0
<i>Con figlie F</i>	1	0	1	0

Tabella 5. 9 La tabella riporta le successioni riconducibili al decesso del CEO familiare in carica, indicando il legame di parentela del nuovo CEO e il numero di fiali del predecessore.

#### 5.3.4.2 Il turnover\_estint

L'analisi prosegue con lo studio del turnover del CEO esterno al cui posto subentra in carica un *famceo30* (variabile *turnover\_est-int*), che può essere l'azionista di maggioranza, il figlio di questi (il quale è considerato come erede diretto) o un altro parente. Complessivamente tale tipologia di eventi si verifica in 25 turnover rispetto al campione totale dei 141 turnover: in 3 situazioni il nuovo manager entrante nel ruolo è di genere femminile (12% dei casi di turnover esterno-interno in esame), mentre i restanti 22 turnover si riferiscono a un nuovo Amministratore Delegato di genere maschile (88% dei casi di turnover esterno-interno in esame). Quando sono le donne ad entrare in carica sono sempre le figlie dell'azionista di maggioranza. In riferimento al totale dei turnover da un CEO esterno a un *famceo30*, sono 20 i turnover in cui il nuovo Amministratore Delegato che ricopre il ruolo è l'azionista di maggioranza (80% dei casi di turnover esterno-interno in esame), 4 in cui è il figlio o figlia dell'azionista di maggioranza (16% dei casi di turnover esterno-interno in esame), mentre una sola volta che ad entrare in carica è un altro parente. Tali dati sono riportati nella seguente Tabella 5.10.

<b>CEO familiare entrante</b>	<b>Azionista di maggioranza</b>	<b>Figlio dell'azionista di maggioranza</b>	<b>Altro parente</b>
<i>Uomo</i>	20	1	1
<i>Donna</i>	0	3	0

Tabella 5.10 La seguente tabella riporta il numero di turnover da un CEO esterno ad uno interno.

## CAPITOLO 6 Analisi e risultati

### 6.1 Introduzione

Per le analisi statistiche è stato utilizzato il software statistico STATA. Tutte le analisi riportate sono state eseguite rispettando la condizione di  $family30==1$ , ovvero solamente per le imprese familiari del campione. Di seguito saranno riportati anche i comandi principali utilizzati per lo studio.

Le variabili economiche hanno come unità di misura l'Euro, come *totasset*, *sales*, *mktcap*... e sono state utilizzate trasformandole in variabili reali, ovvero dividendole per l'indice dei prezzi considerando come anno base il 2010 (*spi2010*) e poi moltiplicate per 100: tali valori deflazionati sono riportati come *r-nomevariabile*. Le variabili economiche presentate da sole o in presenza di tassi di crescita, sono state trasformate in termini reali. Anche per il calcolo degli indici di bilancio andrebbero utilizzati i valori reali, ma non vi è differenza nell'utilizzare quelli nominali in quanto essendo un rapporto l'indice dei prezzi al consumo è riportato sia al numeratore sia al denominatore, non incidendo sul valore finale.

Nelle analisi del capitolo sono utilizzate le variabili presenti nel database iniziale, mentre altre sono state costruite come indici a partire da queste. Di seguito sono riportate le misure di performance e la loro relativa formulazione. In particolare, per misurare l'andamento della performance aziendale si fa riferimento ai seguenti indici:

- *ROA* ( $(ebitda/totasset)$ ) si calcola come *ebitda*, pari al valore aggiunto meno il costo del lavoro (*valadd-labcost*), sul totale degli asset. È un indice di bilancio che riporta quanto abbiano reso tutte le attività detenute dall'azienda, quindi la loro capacità nel creare valore attraverso gli asset posseduti. È indicativo di quanto le attività totali dell'azienda vengano utilizzate efficientemente, ovvero misura la redditività relativa all'attività svolta.

***generate roa=ebitda/totasset***

- *ROE ((ris\_az/equity))* è un indice economico sulla redditività del capitale proprio, ed è utilizzato per verificare quanto rende il capitale conferito all'azienda dai soci. È l'indicatore dell'economicità complessiva della gestione ed esprime il rendimento economico del capitale di rischio durante il corso l'esercizio considerato. In presenza di segno negativo indica la chiusura in perdita dell'esercizio corrente.

***generate roe=ris\_az/equity if equity>0 & ris\_az>0***

- *MTB ratio (mrktcap)/equity* viene utilizzato per misurare il valore di mercato dell'impresa rapportato al valore di libro, per indicare quanto l'impresa sia sopravvalutata o sottovalutata dal mercato. Se il rapporto riporta un valore maggiore di 1 significa che l'impresa è valutata positivamente dal mercato, che la sopravvaluta rispetto al suo valore contabile. Al contrario, se il *MTB* è inferiore all'unità l'impresa risulta sottovalutata.

***generate mtb= mktcap/equity if equity>0***

- *Q di TOBIN ((totasset-equity+mktcap)/totasset)* misura il rapporto tra il valore dell'impresa se fosse acquistata sul mercato finanziario e il valore che si avrebbe se si riacquistasse tutto il suo stock di capitale sul mercato dei beni.

***generate qtobin= (totasset-equity+mktcap)/totasset***

- *Leverage1 ((debtml+debtst)/equity)* è pari al debito finanziario totale sull'equity, ed è riferito ai debiti finanziari a breve termine e a medio - lungo termine. Misura il grado di dipendenza dell'impresa dalle fonti finanziarie esterne. Più il valore è alto, meno equilibrata è la struttura finanziaria delle imprese. La gestione aziendale con elevata leva finanziaria è preferibile per le imprese stabili con una generazione di flussi di cassa significativa, mentre quando sono in declino è preferibile avere una leva bassa. Al contrario, un rapporto più basso indica un'impresa meno indebitata e più vicina ad essere completamente finanziata con le azioni.

***generate leverage1= (debtml+debtst)/equity if equity>0***

- *Leverage2*  $((debtml+debtst+tradedebt)/totasset)$  è il coefficiente di leva finanziaria indicatore della percentuale di attività detenute finanziate con il totale debito finanziario a breve termine e a medio - lungo termine, e debito commerciale. Un rapporto elevato indica un grado di leva finanziaria alto e la presenza di un maggiore rischio finanziario. Il rapporto debito/attivo viene solitamente utilizzato dai creditori per determinare l'importo del debito di una società, la capacità di rimborsare il debito e se alla società verranno concessi prestiti aggiuntivi. Gli investitori utilizzano questo rapporto per assicurarsi la solvibilità dell'azienda, per verificare che sia in grado di adempiere agli obblighi attuali e futuri e possa generare un ritorno sull'investimento.

$$\text{generate leverage2} = (debtml+debtst+tradedebt)/totasset$$

- *Leverage3*  $((debtml+debtst)/totasset)$  è il coefficiente di leva finanziaria calcolato come il debito finanziario totale sul totale degli asset. Indica la percentuale di attività finanziate con il totale debito finanziario a breve termine e a medio – lungo termine.

$$\text{generate leverage3} = (debtml+debtst)/totasset$$

- *Payoutdividend*  $(div/ris_{az})$  rappresenta la percentuale di utili distribuita agli azionisti sotto forma di dividendi: è pari al rapporto tra i dividendi pagati agli azionisti e il risultato di competenza degli azionisti del gruppo. Misura, quindi, la percentuale di reddito netto distribuito agli azionisti sotto forma di dividendi. Generalmente presenta un valore inferiore all'unità in quanto una parte di utili viene reinvestita nel processo produttivo. Un valore basso del *payoutdividend* fa riferimento alle società che presentano alti tassi di crescita e che realizzano investimenti, poiché la parte di utile non distribuita viene utilizzata per finanziare i nuovi investimenti che altrimenti richiederebbero l'apporto di nuovo capitale a titolo di debito o capitale di rischio. Al contrario, le società che operano in settori "maturi" distribuiscono dividendi maggiori e quindi presentano un valore più alto.

***generate payoutdividend=dividend/ris\_az if ris\_az>0***

- *DividendAsset (div/totasset)* rappresenta la percentuale di utili distribuita sotto forma di dividendi agli azionisti, rispetto al totale degli asset detenuti dall'azienda.

***generate payoutdividend=dividend/totasset***

- *Salesgrowth* è calcolato come  $(rsales/L.rsales)-1$ , dove "L." indica lag del fatturato reale, ovvero il valore di *rsales* l'anno precedente rispetto all'anno *t* considerato. Questi calcoli sono eseguiti in STATA utilizzando la funzione *tsset nfirm* e *year* a inizio analisi, che dichiara che i dati in memoria sono una serie temporale. La variabile *salesgrowth* misura il tasso crescita aziendale in riferimento al fatturato.

***tsset nfirm year***

***generate salesgrowth=(rsales/L.rsales)-1***

L'indice relativo la corporate governance dell'azienda è il seguente:

- *Indip\_remun (remun\_ind/remun\_member)* indica la percentuale di indipendenza del Comitato di Remunerazione, ovvero la percentuale di Amministratori Indipendenti che compongono il Comitato. È pari al rapporto tra il numero di Amministratori Indipendenti che fanno parte del Comitato di Remunerazione, sul totale degli Amministratori che fanno parte del Comitato, che è composto sempre da non esecutivi. L'organo ha il compito di definire le politiche di remunerazione degli Amministratori e dei Dirigenti.

***generate indep\_remun=(remun\_ind/remun\_member)***

## 6.2 Le imprese familiari

### 6.2.1 Statistiche descrittive

Come prima analisi presentata nel Capitolo 6 sono riportati i sommari relativi le principali statistiche descrittive del campione composto dalle 120 imprese del database, classificate come familiari nel range di anni dal 2000 al 2017 (deve essere rispettata la condizione *controllingshare*  $\geq$  30%). Questa introduzione ai dati permette di avere una migliore comprensione del contesto in cui operano tutte le imprese che analizziamo, e di prestare particolare attenzione alla successione.

Verrà fornita una panoramica dettagliata delle principali variabili presenti nel database e a supporto dell'analisi aziendale, classificate secondo 4 categorie: quelle relative alla proprietà ed il controllo, quelle riferite al livello del CEO, quelle riferite ai risultati finanziari e di performance ed infine le caratteristiche settoriali in cui operano le imprese.

Per la generazione degli output statistici oggetto dello studio con il software STATA, in primo luogo sono generati, tramite il comando *generate*, gli indici e i tassi di crescita secondo le formulazioni enunciate precedentemente. Poi è utilizzato il comando *summarize*, con la condizione che sia rispettato il vincolo della booleana *family30==1*, così da visualizzare per tutte le imprese familiari il numero di osservazioni, il valore medio di ogni variabile in esame, la deviazione standard e il massimo e il minimo valore registrato.

I valori economici riportati di seguito sono espressi in Migliaia di €.

**TABELLA 6.1** Sommario delle statistiche relative la proprietà e il controllo, per il campione delle 120 imprese familiari.

<b>VARIABILE</b>	<b>Obs</b>	<b>Mean</b>	<b>std.dev.</b>	<b>min</b>	<b>max</b>
<i>controllingshare</i>	1562	58.075	11.473	30	94.749
<i>instinv</i>	1368	0.5058	0.5001	0	1
<i>inst_share</i>	1368	3.5908	5.1073	0	24.53
<i>dual</i>	1369	0.3243	0.4682	0	1
<i>patti_sind</i>	1562	0.2848	0.4515	0	1
<i>indip_remun</i>	1069	0.7461	0.2368	0	1
<i>famfond_cda</i>	1321	0.7956	0.4034	0	1
<i>star</i>	1377	0.3907	0.4880	0	1

Per quanto riguarda la proprietà la quota media detenuta dalla famiglia o soggetto controllante è del 58.07% (*controllingshare*), ampiamente sopra la soglia secondo cui le imprese sono classificate come familiari (30%). È importante sottolineare come la quota massima di capitale azionario posseduta arrivi fino al 94.74%, ovvero la quasi totalità del capitale dell'azienda.

Il segmento *STAR* è il segmento della Borsa Italiana che si contraddistingue per i requisiti di qualità che le società che vi appartengono si impegnano a rispettare in termini di liquidità, trasparenza e corporate governance. Una frazione elevata di imprese familiari è quotata nel segmento *STAR* (39.07% del totale delle imprese familiari).

Le variabili *instinv* e *inst\_share* sono relative gli investitori istituzionali<sup>49</sup>, “*intermediari la cui attività caratteristica è quella di investire patrimonio per conto di un soggetto che si trova in surplus finanziario*” (CONSOB). La prima variabile mostra che nel 50,5% circa delle imprese familiari gli investitori istituzionali detengono una quota significativa di capitale e

<sup>49</sup> Appartengono alla categoria di investitori istituzionali: gli organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR), i fondi comuni di investimento mobiliari, immobiliari, speculativi e le Sicav; i fondi pensione; le compagnie di assicurazione.

la percentuale media di quota sottoscritta è pari al 3,59%. A partire dagli anni 2000 in Italia un numero sempre maggiore di azioni sono state sottoscritte da questa categoria di azionisti. La quotazione dell'impresa nel segmento STAR della Borsa Italiana la rende più desiderabile da parte degli investitori, specialmente quelli istituzionali. Ogni anno la Borsa organizza la conferenza *STAR Conferences*<sup>50</sup>, in cui le società quotate nel segmento *STAR* vengono introdotte agli investitori istituzionali nelle piazze di Milano e Londra. La loro elevata presenza nel capitale delle imprese familiari italiane è riconducibile alla quota di imprese che si trovano nel segmento STAR.

Per quanto riguarda le dinamiche relative l'esercizio del controllo si fa riferimento a meccanismi di governance interna, quali patti di sindacato e azioni dual-class. I patti di sindacato sono accordi tra membri di una società con lo scopo di allearsi, per regolare l'agire e stabilizzare l'assetto proprietario. È un patto attraverso il quale due o più azionisti si impegnano ad assumere un determinato comportamento e a portare avanti scelte comuni nelle attività aziendali, per esempio nell'espressione del voto durante l'Assemblea degli Azionisti. È una modalità di controllo molto diffusa, con la funzione di accentrare il potere in un gruppo ristretto di azionisti. Sono utilizzati in media dal 28.48% delle imprese del campione, quota abbastanza elevata se si considera che sono imprese in cui la famiglia è proprietaria di un'ampia quota azionaria di controllo. Una società possiede una struttura di dual-class shares, ovvero una struttura azionaria con due classi di azioni, se presenta più di una tipologia di azioni con diritti di voto differenti, dividendi diversi o diritti differenti tra le diverse categorie. È una metodologia di suddivisione delle classi di azioni progettata per fornire specifici controlli agli azionisti: protegge la gestione aziendale dai soci con azioni con diritti di voto limitato. Il potere decisionale è detenuto dagli azionisti con diritti di voto maggiori rispetto alle altre classi, per favorire le transazioni a beneficio dei membri del gruppo di controllo a spese degli azionisti del mercato del pubblico risparmio. Infatti, questo meccanismo proposto è uno dei più utilizzati dagli azionisti di maggioranza per creare strutture di controllo in modo da preservare i loro benefici privati. Nelle imprese familiari italiane quotate, nel 32.43% delle

---

<sup>50</sup> <https://www.borsaitaliana.it/speciali/star-conference-milan/2020/starconferencemilan.htm>

aziende analizzate viene utilizzata questa struttura per il mantenimento del controllo aziendale delle famiglie.

E' importante sottolineare come in media il 74.6% dei Comitati di Remunerazione siano composti da Amministratori Indipendenti, ovvero esterni alla famiglia e senza altri ruoli all'interno dell'impresa (*indip\_remun*). Questo risultato è molto importante poiché permette di portare avanti scelte relative la remunerazione del management svincolate dai legami familiari, contribuendo ad una maggiore professionalizzazione dell'impresa, percezione condivisa da tutti gli "stakeholders".

Infine, la variabile booleana *famfond\_cda* riporta la presenza o assenza di parenti appartenenti alla famiglia del fondatore nel Consiglio di Amministrazione, indipendentemente dalla loro numerosità. Questo si verifica nel 79,56% delle aziende, ed è espressione dell'influenza proprietaria sulle decisioni prese dal Consiglio di Amministrazione.

#### 6.2.1.2 | CEO

**TABELLA 6.2** Sommario delle statistiche relative i CEO, per il campione delle 120 imprese familiari.

<b>VARIABILE</b>	<b>Obs</b>	<b>mean</b>	<b>std.dev.</b>	<b>min</b>	<b>max</b>
<i>famceo30</i>	1562	0.5371	0.4987	0	1
<i>ceo_chair</i>	1376	0.3190	0.4662	0	1
<i>ceo_age</i>	1557	55.125	9.6285	29	86
<i>uni_degree</i>	1557	0.7700	0.4209	0	1
<i>ing_degree</i>	1557	0.2742	0.4462	0	1
<i>tenure</i>	1561	8.6771	7.189	1	40
<i>rtotcomp_ceo</i>	1295	941.036	1680.287	86	44972.44

Per quanto riguarda il management, le aziende pur essendo familiari non presentano una netta prevalenza di CEO familiari, ma vi è anche ampia presenza di manager esterni nelle posizioni di gestione (il 53.71% sono *famceo30* e il 46.29% sono esterni). L'età media dei CEO totali (familiari ed esterni) è di circa 55 anni, ed arriva fino a un massimo di 86 anni,

attribuibile al fondatore dell'impresa che ancora svolge il ruolo di manager nella sua azienda.

Il tempo medio per cui un Amministratore Delegato svolge il suo ruolo è di circa 9 anni (*tenure*). Il valore massimo assunto dalla variabile è pari a 40 anni di esercizio, riconducibile al fondatore dell'azienda.

La variabile booleana riferita alla CEO-duality<sup>51</sup> (*ceo\_chair*) assume valore pari a 1 quando l'Amministratore Delegato ricopre anche il ruolo di Presidente del Consiglio di Amministrazione: questa condizione si verifica per il 31.9% dei CEO totali (interni ed esterni).

Il 77% dei CEO presentano un diploma di laurea (*uni\_degree*), ma solo il 27.42% possiede la laurea in ingegneria (*ing\_degree*).

Infine, per quanto riguarda la remunerazione (*rtotcomp\_ceo*) l'unità di misura sono le migliaia di Euro e per le analisi è stato imposto il vincolo che il compenso totale annuale nominale (*totcomp\_ceo*) fosse almeno pari a 80mila Euro. Il compenso reale totale medio dei CEO interni ed esterni è di 941.036€. Se invece si considerano solo le imprese operanti in settori ad alta intensità di spesa in Ricerca e Sviluppo (condizione *typer==1*) il compenso reale totale medio è maggiore della media complessiva di tutte le imprese familiari quotate presso la Borsa di Milano, pari a 1018.732€. Inoltre, rispetto a tutte le imprese familiari operanti in questo segmento settoriale, il 58% dei CEO sono familiari e il 40.18% dei manager ricoprono anche il ruolo di Presidente del Consiglio di Amministrazione (ALLEGATO Tabella 2).

---

<sup>51</sup> La letteratura riferita al concetto di CEO-duality e il suo impatto sulla performance aziendale è riportata nel Capitolo 2 "Le imprese familiari".

**TABELLA 6.3** Sommario delle statistiche relative le performance aziendali, per il campione delle 120 imprese familiari.

<b>VARIABILE</b>	<b>Obs</b>	<b>mean</b>	<b>std.dev.</b>	<b>min</b>	<b>max</b>
<i>firmage</i>	1562	66.4302	39.0108	8	285
<i>rsales</i>	1531	1439100	5619986	16307.56	81136448
<i>salesgrowth</i>	1398	0.0356	0.2024	-0.8092	2.8621
<i>empl</i>	1531	5664.093	18849.54	77	220194
<i>rmktcap</i>	1541	1071601	2553469	3962.193	27414654
<i>rasset</i>	1526	2064142	7635302	16441.7	16441.7
<i>roa</i>	1510	0.0937	0.0713	-0.4355	0.4011
<i>mtb</i>	1503	2.2071	2.7880	0.0798	39.2727
<i>qtobin</i>	1510	1.4118	0.8872	0.3665	12.868
<i>roe</i>	1178	0.1201	0.1004	0.0002	1.0464
<i>leverage1</i>	1519	1.3356	3.2671	0	70.149
<i>leverage2</i>	1526	0.4608	0.1649	0.0507	1.2147
<i>leverage3</i>	1526	0.2772	0.1468	0	0.8916
<i>payoutdivinend</i>	1178	1.0443	9.1521	0	2.126
<i>dividendasset</i>	1522	0.0186	0.0434	0	1.2686

Le imprese familiari quotate sono in media di grandi dimensioni, infatti presentano la variabile del fatturato reale (*rsales*) medio pari a 1439100€ e inoltre presentano un tasso di crescita medio del fatturato pari al 3.56%. Dal punto di vista settoriale, le imprese appartenenti al settore delle utility (il 6.97% del campione di imprese familiari) presentano le dimensioni aziendali più grandi, con un fatturato reale medio pari a 1658294€. Il tasso di crescita medio del fatturato più alto è registrato dalle imprese appartenenti al settore terziario (9.15% del campione imprese familiari) pari al 7.173%, le quali però presentano il fatturato reale medio più basso pari a 1118885€ (ALLEGATO Tabella 3).

Per quanto riguarda gli indici relativi la performance aziendale, le imprese familiari italiane presentano in media un *roa* pari a 0.0937, ovvero vi è una bassa capacità di creare valore per l'azienda tramite gli asset detenuti e con i mezzi a propria disposizione.

Il valore del Market to Book ratio (*mtb*) è pari a 2.2071: un valore superiore all'unità di tale rapporto indica che le azioni della società sono sopravvalutate dal mercato. Si ripone fiducia nella capacità delle aziende familiari in Italia nel creare valore, essendo ampiamente diffuse ed essendo la struttura tipica nel mercato economico italiano. Anche la *Q di Tobin* presenta un valore positivo e maggiore di 1, pari a 1.4118, ovvero la capitalizzazione di mercato aziendale è superiore al costo della sostituzione delle attività, riuscendo a creare valore dai propri investimenti.

Il *roe* riporta il rendimento dell'investimento da parte degli azionisti nella società: il valore per il campione di imprese familiari in esame è pari a 0.1201. L'indice, pur essendo basso, presenta un valore maggiore di zero, ovvero l'investimento ha permesso di creare altro valore e ricchezza.

Per quanto riguarda le leve finanziarie per analizzare il livello di indebitamento ne sono state costruite tre: *leverage1*, *leverage2*, *leverage3*. Il rapporto di tutti i debiti finanziari sull'equity (*leverage1*) costituisce la leva finanziaria che misura il grado con cui una società finanzia le proprie operazioni tramite il debito, rispetto ai fondi posseduti internamente. Più specificamente, riflette la capacità del patrimonio netto di coprire tutti i debiti in essere in caso di flessione dell'attività. Le aziende presentano in media un valore pari a 1.335, ovvero sono imprese indebitate poiché il valore del rapporto è maggiore di 1; è quindi presente un alto grado di dipendenza dell'impresa da fonti finanziarie esterne. La leva finanziaria pari al rapporto di tutti i debiti (finanziari e commerciali) sul totale degli asset (*leverage2*) presenta un valore pari a 0.4608 e ciò significa che le società in analisi sono solvibili, ovvero in grado di adempiere agli obblighi attuali e futuri e generano un ritorno sull'investimento. Infine, se si considera solo il rapporto tra i debiti finanziari a breve e medio-lungo termine sugli asset (*leverage3*), presenta un valore pari a 0.2772, cioè la società possiede più attività che passività e può adempiere ai propri obblighi vendendo gli asset. Un valore dell'indice basso è indicatore di aziende poco rischiose, caratteristica riscontrabile nelle imprese a gestione familiare.

Il *payoutdividend* rappresenta la frazione di utili distribuita agli azionisti sotto forma di dividendi: il valore assunto dalla variabile è pari a 1.0443. La quota spettante agli azionisti

viene emessa e presenta un valore medio elevato. Se invece si considera la quota di dividendi emessi in relazione agli asset aziendali (*dividendasset*), il rapporto medio è pari a 0.0186.

#### 6.2.1.5 Il settore

**TABELLA 6.4** Sommario delle statistiche relative il settore, per il campione delle 120 imprese familiari.

<b>VARIABILE</b>	<b>Obs</b>	<b>mean</b>	<b>std.dev.</b>	<b>min</b>	<b>Max</b>
<i>typer</i>	1562	0.4103	0.4920	0	1
<i>manuf</i>	1562	0.8386	0.3679	0	1
<i>tertiary</i>	1562	0.0915	0.2884	0	1
<i>utility</i>	1562	0.0697	0.2548	0	1

Infine, per quanto riguarda le variabili settoriali il valore medio assunto dalla variabile *typer* pari al 41.03%, più della metà delle imprese familiari tende a non operare in settori ad alta intensità di investimenti in Ricerca e Sviluppo. Tuttavia, la quota di imprese che appartiene a questa tipologia settoriale è rilevante. Inoltre, la maggior parte delle imprese rappresentate nel campione appartiene al settore manifatturiero (83.86%), caratterizzato da bassa intensità in R&D ed innovazione.

### 6.2.2 La correlazione

La funzione di correlazione utilizzata in STATA è *pwcorr*, a cui sono stati aggiunti i comandi *sig* e *star(0.05)*, per l'inserimento del p-value e di un simbolo di significatività (\*) che, nello specifico, segnala i valori di p-value inferiori a 0.05. Le seguenti matrici riportano la correlazione tra le variabili, rispetto a tutto il campione delle 120 imprese familiari.

La matrice seguente (Tabella 6.5) è utile per comprendere la correlazione esistente tra determinate variabili aziendali e la variabile della performance, nel contesto delle imprese familiari: quando due variabili sono correlate tra loro positivamente al crescere dell'una cresce anche l'altra. Per vedere la correlazione tra il *roa* e le altre variabili bisogna considerare la prima colonna della matrice: permette di misurare la relazione tra l'andamento e le caratteristiche del CEO e del Consiglio di Amministrazione

La correlazione tra il *roa* e il CEO familiare è negativa e significativa al 5%: il *roa* tende a diminuire se l'impresa di riferimento è gestita da un *famceo30*. Quando il manager è di genere femminile, indipendentemente che sia interno o esterno alla famiglia, la correlazione è negativa ma non significativa. I coefficienti relativi la relazione tra il *roa* e la composizione del C.d.A. sono negativi e significativi al 5% (le variabili *famfond\_cda* ed *ceo\_chair*). In particolare, la correlazione negativa tra *famfond\_cda* e l'indice pari a -0.0927 indica che il *roa* tende a diminuire se nel Consiglio di Amministrazione vi sono Amministratori che appartengono alla famiglia che detiene il controllo, poichè tendono a portare avanti decisioni che massimizzano in primo luogo i loro benefici privati. Anche in presenza della CEO-duality la performance tende a diminuire, poiché il Consiglio di Amministrazione svolge meno efficientemente la sua funzione di controllo sul manager. Infine, i settori ad alta intensità di spesa in R&D presentano una correlazione positiva e significativa al 5%.

**TABELLA 6.5 Matrice delle correlazioni, tra la variabile *roa* e le variabili relative le imprese familiari (120 imprese familiari).**

	<i>Roa</i>	<i>famceo30</i>	<i>ceo_f</i>	<i>ceo_m</i>	<i>famfond_cda</i>	<i>ceo_chair</i>	<i>typer</i>
<i>roa</i>	1						
<i>famceo30</i>	-0.1164* 0	1					
<i>ceo_f</i>	-0.0415 0.1073	0.0517* 0.041	1				
<i>ceo_m</i>	0.0415 0.1073	-0.0517* 0.041	-1 1	1			
<i>famfond_cda</i>	-0.0927* 0.0009	0.0958* 0.0005	0.0543* 0.0484	-0.0543* 0.0484	1		
<i>ceo_chair</i>	-0.0653* 0.0168	0.4757* 0	0.0646* 0.0166	-0.0646* 0.0166	0.0724* 0.0084	1	
<i>typer</i>	0.1020* 0.0001	0.0880* 0.0005	-0.0872* 0.0006	0.0872* 0.0006	0.1396* 0	0.1592* 0	1

La matrice successiva (Tabella 6.6) riporta invece la correlazione tra gli investitori istituzionali presenti nel capitale delle imprese e le tipologie di turnover che possono aver luogo. In prima analisi si evidenzia la correlazione negativa e statisticamente significativa tra *instinv* e i CEO di genere femminile (-0.0739). Anche la correlazione con la CEO-duality è negativa e statisticamente significativa al 5%, che indica la tendenza degli investitori istituzionali a non investire in imprese in cui il CEO è anche il Presidente del C.d.A.

È presente una correlazione positiva e statisticamente significativa con le imprese che sono sempre governate da manager esterni (*ceoest\_same* e *ceoest\_change*), indipendentemente che l'azienda sia soggetta a turnover oppure no. Questo risultato è riconducibile anche al fatto che gli investitori esterni tendano a preferire e favorire l'entrata in carica dei manager esterni. Al contrario, se l'azienda è sempre gestita da *famceo30* la correlazione è negativa e statisticamente significativa la 5%.

**TABELLA 6.6** Matrice delle correlazioni, tra la variabile *instinv* e le variabili relative le imprese familiari (120 imprese familiari).

	<i>instinv</i>	<i>ceo_f</i>	<i>ceo_chair</i>	<i>famceo30</i> <i>_same</i>	<i>ceoest</i> <i>_same</i>	<i>famceo30</i> <i>_change</i>	<i>ceoest</i> <i>_same</i>
<i>instinv</i>	1						
<i>ceo_f</i>	-0.0739* 0.0062	1					
<i>ceo_chair</i>	-0.0872* 0.0012	0.0646* 0.0166	1				
<i>famceo30</i> <i>_same</i>	-0.0945* 0.0005	-0.097* 0.0001	0.1869* 0	1			
<i>ceoest</i> <i>_same</i>	0.1066* 0.0001	-0.0392 0.1215	-0.1094* 0	-0.1578* 0	1		
<i>famceo30</i> <i>_change</i>	-0.1458* 0	0.1070* 0	0.1455* 0	-0.5316* 0	-0.2133* 0	1	
<i>ceoest</i> <i>_change</i>	0.2112* 0	0.0012 0.9636	-0.3082* 0	-0.3525* 0	-0.1414* 0	-0.4764* 0	1

### 6.2.3 Test della differenza delle medie

Nel seguente paragrafo verranno eseguiti i test d'ipotesi della differenza delle medie delle principali variabili, applicati al campione di imprese familiari classificato a seconda di determinate condizioni imposte dal contesto di studio.

Tramite l'utilizzo del software STATA viene calcolata la media dei valori delle variabili dei due campioni, secondo le condizioni imposte dalla funzione *if*. Grazie al comando "*ttest, unpaired*" viene calcolata la differenza tra le medie, eseguito il test di ipotesi e determinata la significatività della differenza dei valori. I test vengono condotti considerando come ipotesi nulla (H0) la non presenza di differenze significative nelle medie dei due campioni (*ad esempio tra le performance del CEO familiare e quelle del CEO*

*esterno alla famiglia*), contro l'ipotesi alternativa (H1) che siano presenti differenze. È riportata la significatività statistica sulla differenza all'1% (\*\*\*), 5% (\*\*) e 10%(\*), relativa al calcolo e valore della *t di student*.

#### 6.2.3.1 | CEO

La prima classificazione applicata al campione di aziende è determinata dalle caratteristiche proprie degli Amministratori Delegati: a seconda che il CEO sia interno alla famiglia che detiene il controllo (condizione dummy *famceo30==1*) in colonna a, o esterno alla famiglia e quindi senza legami di parentela (condizione dummy *famceo30==0*) in colonna b.

I due campioni oggetto del test delle medie sono formati da manager interni o manager esterni, permettendo il confronto tra le loro capacità gestionali e di creazione del valore. Questo permette di portare avanti un confronto per verificare se nel contesto italiano i manager familiari che operano nella loro azienda preformino meglio o peggio dei manager assunti esternamente. Il campione totale di riferimento è composto dalle 120 imprese considerate familiari secondo la classificazione *controllingshare*  $\geq 30$ . I risultati numerici sono riportati nella seguente Tabella 6.7.

L'analisi inizia dalla presenza degli investitori istituzionali nel capitale, e i risultati mostrano una differenza statisticamente significativa a livello 1% per le variabili *instinv* e *inst\_share*: il 60% dei CEO esterni presenta nel capitale dell'azienda che gestisce investitori istituzionali con una quota media del 4.5%, contro una presenza del 42,7% e quota media del 2.834% quando c'è il *famceo30*. Il dato conferma la tendenza degli investitori nel preferire imprese in cui nel management è presente un CEO senza legami di parentela.

I CEO esterni ricevono un compenso totale medio pari a 1044.2€, statisticamente superiore (al 5%) a quello degli interni alla famiglia pari a 855.7712€.

Relativamente le caratteristiche dei CEO, i *famceo30* rimangono in carica per circa 11 anni e presentano un'età media di 56 anni contro gli esterni che ricoprono il ruolo in media 6 anni e hanno 53 anni (differenze significative all'1%). Inoltre i CEO esterni presentano in

media un livello di educazione più elevato rispetto al *famceo30*: l'86.09% e il 69.21% possiedono rispettivamente una diploma di laurea (differenza significativa all'1%).

Relativamente la tipologia settoriale, il 36.37% dei manager professionali dirigono aziende che appartengono a settori ad alta spesa in Ricerca e Sviluppo, contro una quota maggiore di quelli familiari pari al 45.05% (differenza significativa al 1%). È presente una differenza significativa anche relativamente l'appartenenza al settore manifatturiero: l'87.96% dei *famceo30* lavora in questa categoria settoriale, contro il 79.11% di quelli esterni.

Se si considerano le dimensioni aziendali in cui operano si riscontra una differenza delle medie (significativa al 1%): gli Amministratori Delegati esterni tendono ad essere assunti da imprese familiari con un fatturato medio pari a 2121770€, mentre quelli interni lavorano nella loro azienda di famiglia il cui fatturato medio è 856433.4€. Inoltre i primi grazie al loro operato portano le aziende ad avere un tasso di crescita media maggiore pari al 4.08%, contro il 3.12% degli interni.

Rispetto alla governance aziendale, il 23.98% degli Amministratori Delegati gestiscono aziende in cui sono utilizzate azioni duali per l'esercizio del controllo da parte della famiglia proprietaria, mentre per gli interni che lavorano nelle aziende di famiglia sono utilizzati per il 39.28%, la cui differenza è significativa ad un livello dell'1%. Le imprese familiari cercano di tenere saldo il rapporto tra proprietà e controllo sia attraverso meccanismi interni di controllo, quali azioni con più categorie, sia promuovendo al ruolo di manager un loro parente. Questo permette loro di avere un controllo maggioritario su tutti gli aspetti aziendali e portare avanti le loro iniziative. Il 50.19% dei *famceo30* svolge anche il ruolo di Presidente del Consiglio di Amministrazione (CEO-duality) e presenta differenze significative (a livello 1%) rispetto ai manager esterni (solamente il 7.4%) per cui è preferita la separazione dei ruoli. Questo risultato mostra con chiarezza la tendenza delle famiglie ad aumentare la loro capacità di controllo all'interno dell'azienda, anche a discapito delle performance.

Dal punto di vista della performance è infatti evidente la prestazione superiore dei manager esterni, i cui risultati sono supportati da significatività all'1% per tutte le misure di redditività. In particolare gli esterni presentano il *roa* pari a 0.1028 contro quello degli

interni pari a 0.0861, ovvero i primi creano maggior valore per l'impresa in cui sono assunti poiché il capitale investito presenta una redditività più elevata. Oltre a far rendere maggiormente gli asset, sono anche percepiti meglio dal mercato favorendo la sopravvalutazione delle azioni dell'impresa che gestiscono: il *mtb* è statisticamente superiore per gli esterni pari a 2.5165 contro 1.9467 degli interni. Anche la *Q di Tobin* è superiore con significatività all'1%, cioè l'azienda ha un valore di capitalizzazione di mercato superiore al valore del riacquisto di tutti gli asset che possiede. Il *roe* presenta un valore inferiore per il *famceo30* e maggiore per gli esterni, ottenendo un rendimento migliore del capitale fornito dagli investitori esterni (il valore assunto dal *roe* è pari a 0.1137 per gli interni e 0.1268 per gli esterni).

Inoltre, i manager esterni tendono a operare con la leva del debito più elevata rispetto a quelle dei manager interni, frutto di una politica gestionale che li porta a preferire l'indebitamento come fonte di finanziamento per la gestione aziendale. Il valore assunto dalla leva *leverage1* pari a 1.4295 mostra il maggior indebitamento rispetto all'equity quando le aziende sono gestite da esterni, ma la loro capacità di creare valore dagli investimenti in asset gli permette di essere ugualmente solvibili (*leverage2* pari a 0.4748). Il valore inferiore per la *leverage3* delle imprese gestite dai *famceo30*, mostra come siano meno rischiose ad un livello di significatività dell'1%.

I manager esterni preferiscono finanziare le proprie iniziative aziendali interne tramite il debito, che infatti presenta un valore medio reale superiore pari a 1156437€ per gli esterni e 282481.9€ per gli interni; ugualmente l'equity quando la società è gestita dal CEO interno è inferiore rispetto a quando c'è il manager esterno (ALLEGATO Tabella 4).

Gli Amministratori Delegati non familiari pagano dividendi significativamente maggiori sia rispetto al valore degli utili sia rispetto agli asset, le cui differenze sono statisticamente significative.

In conclusione, gli esterni presentano un livello di educazione più elevato, percepiscono un compenso totale maggiore e hanno migliori capacità in termini di rendimento e prestazione aziendale. I CEO interni, invece, spesso rivestono anche il ruolo di Presidente e preferiscono portare avanti politiche di gestione aziendale meno rischiose.

**TABELLA 6.7 Test della differenza delle medie tra imprese con *famceo30* (839 osservazioni) e imprese con CEO esterno (723 osservazioni). Campione di riferimento: tutte le osservazioni delle imprese familiari (120 imprese).**

(\*\*\*, \*\*, \* denota il livello di significatività all'1%, 5% e 10%)

<b>VARIABILI</b>	<b>CEO familiare (<i>famceo30==1</i>) (a)</b>	<b>CEO esterno (<i>famceo30==0</i>) (b)</b>	<b>Differenza (a) - (b)</b>	<b>t-test</b>
<b>LA PROPRIETA'</b>				
<i>controllingshare</i>	58.4822	57.6037	0.8784	1.5094
<i>instinv</i>	0.4270	0.6006	-0.1736	-6.4871***
<i>inst_share</i>	2.8344	4.5008	-1.6664	-6.0870***
<b>I CEO</b>				
<i>rtotcomp_ceo</i>	855.7712	1044.2	-188.4284	-2.0110**
<i>tenure</i>	10.791	6.220	4.5711	13.2022***
<i>ceo_age</i>	56.511	53.509	3.0028	6.2086***
<i>uni_degree</i>	0.6921	0.8609	-0.1687	-8.0486***
<i>ing_degree</i>	0.2541	0.2976	-0.0434	-1.9173*
<b>LA GOVERNANCE AZIENDALE</b>				
<i>dual</i>	0.3928	0.2398	0.1530	6.0922***
<i>patti_sind</i>	0.2824	0.2876	-0.00521	-0.2274
<i>indip_remun</i>	0.7296	0.7628	-0.0331	-2.2915**
<i>star</i>	0.3809	0.4025	-0.0216	-0.8180
<i>ceo_chair</i>	0.5198	0.0741	0.4456	20.0472***
<b>LA PERFORMANCE</b>				
<i>rsales</i>	856433.4	2121770	-1265336	-4.4175***
<i>salesgrowth</i>	0.0312	0.0408	-0.0095	-0.8836
<i>rmktcap</i>	607059	1618159	-1011100	-7.8993***
<i>rasset</i>	1105542	3189336	-2083793	-5.3617***
<i>roa</i>	0.0861	0.1028	-0.0166	-4.5513***
<i>mtb</i>	1.9467	2.5165	-0.5698	-3.9663***
<i>qtobin</i>	1.3428	1.4936	-0.1507	-3.2998***
<i>roe</i>	0.1137	0.1268	-0.0130	-2.2355**
<i>leverage1</i>	1.2557	1.4295	-0.1738	-1.0336
<i>leverage2</i>	0.4458	0.4784	-0.0326	-3.8753***
<i>leverage3</i>	0.2603	0.2972	-0.0368	-4.9283***
<i>payoutdividend</i>	0.5149	1.609	-1.094	-2.0532**
<i>dividendasset</i>	0.0148	0.0230	-0.0082	-3.6909***
<b>LA TIPOLOGIA SETTORIALE</b>				
<i>typer</i>	0.4505	0.3637	0.0867	3.4876***
<i>manuf</i>	0.8796	0.7911	0.0884	4.7711***

### 6.2.3.3 Il genere dei CEO

La seguente Tabella 6.8 riporta l'analisi della media delle variabili classificate secondo il genere dei CEO in carica: permette di visualizzare se gli Amministratori Delegati di genere femminile preformino meglio in termini di redditività rispetto a quelli di genere maschile. Questa analisi è stata condotta indipendentemente che siano *famceo30* o CEO esterni. Le variabili booleane utilizzate sono *ceo\_f* e *ceo\_m*, che permettono l'identificazione secondo il genere, e il campione di riferimento utilizzato nelle analisi è composto dalle osservazioni su tutte le imprese familiari.

Il 70,27% dei CEO di genere femminile appartiene ai *famceo30*, contro il 53,31% di quelli di genere maschile, con la differenza significativa a livello 5%. Questo dato conferma la presenza del fenomeno del *glass ceiling*<sup>52</sup> nel contesto italiano, secondo cui le donne hanno più difficoltà nel raggiungimento di posizioni direzionali apicali all'interno dell'azienda in cui lavorano. La quota principale di donne presenti nel campione, infatti, appartiene alla famiglia stessa, mentre quelle esterne sono presenti in quota inferiore, a dimostrazione della difficoltà che sperimentano nell'avanzamento di carriera.

Quando l'impresa è gestita da donne si nota una differenza significativa (livello 1%) in termini di proprietà del capitale da parte degli investitori istituzionali: i manager femminili riscontrano la presenza di investitori istituzionali nel proprio capitale per il 17.64%, mentre per il 50.99% quando sono di genere maschile.

Dal punto di vista del genere è evidente la differenza significativa in termini di remunerazione complessiva presente in Italia: per le donne *rtotcomp* è pari a 200.882€, mentre per gli uomini 949.7106€ (a livello 10%). I manager di genere femminile rimangono in carica in media circa 5 anni, in confronto a quelli di genere maschile che ricoprono il ruolo per circa 9 anni. Le donne presentano un'età media inferiore (significatività a livello 1%) pari a 48 anni e presentano quote maggiori in termini di livello di educazione, sia per la presenza di un diploma di laurea sia relativamente la laurea in

---

<sup>52</sup> "L'insieme di barriere sociali, culturali e psicologiche che si frappone come un ostacolo insormontabile, ma all'apparenza invisibile, al conseguimento della parità dei diritti e alla concreta possibilità di fare carriera nel campo del lavoro per categorie storicamente soggette a discriminazioni", Treccani.

ingegneria. Questi risultati dimostrano la presenza di differenze legate al genere nel contesto italiano.

Il 70.27% dei *ceo\_f* dirigono aziende in cui le famiglie proprietarie utilizzano patti di sindacato come strumento interno per il mantenimento del controllo, mentre solo il 27.47% dei *ceo\_m* lavora in aziende che utilizzano tale struttura, con la differenza significativa all'1%. Le azioni duali invece non sono mai utilizzate quando c'è l'Amministratore Delegato di genere femminile. Infine, per quanto riguarda la CEO-duality il 58.8% dei manager donne ricoprono anche il ruolo di Presidente del C.d.A., mentre per gli uomini ciò avviene solamente per il 31.56% (differenza significativa a livello 5%).

Le aziende in cui le donne ricoprono cariche direzionali di alto livello presentano dimensioni medie inferiori rispetto a quelle in cui operano manager di genere maschile, pari a 387504.1€ e 1465143€ rispettivamente. Vi sono differenze anche in termini di tasso di crescita aziendale medio: per le aziende gestite da manager donne è in media pari al 2.12%, mentre per le aziende gestite da uomini è pari al 3.59%.

Relativamente i valori assunti dagli indici di performance, se il manager è di genere femminile le aziende presentano in media un *mtb* ratio pari a 2.5918, mentre se è di genere maschile è in media 2.20. Questo risultato dimostra che la presenza di donne in posizioni apicali crea una percezione positiva nel mercato, con l'acquisizione di maggior valore rispetto a quello contabile. Questi risultati sono confermati anche da quelli ottenuti dall'analisi della *Q di Tobin*, pari a 1.61 e 1.408 rispettivamente. Tuttavia le aziende guidate da un CEO donna presentano un *roa* inferiore rispetto a quelle con CEO uomini, pari a 0.0751 e 0.0942 rispettivamente. Questo risultato indica che le donne, seppur percepite meglio dal mercato esterno, creano meno valore attraverso gli asset detenuti ed anche il *roe* presenta valore inferiore, ovvero gli investimenti conferiti dai soci rendono di meno. I CEO maschi, come da attendersi, portano avanti una politica gestionale che predilige l'indebitamento come fonte di finanziamento rispetto alle donne, infatti *leverage1* assume valore pari a 1.3488 e 0.8066 rispettivamente per i due generi. Sono presenti differenze significative nella *leverage2* e *leverage3*, che attestano come le

aziende guidate da manager di genere maschile siano più rischiose di quelle governate da donne.

Infine, per quanto riguarda i settori di appartenenza, sono presenti differenze significative (a livello 1%) per quanto riguarda il genere. Rispetto al totale degli Amministratori Delegati di genere femminile, il 13,5% lavora in settori ad alta intensità di investimenti in Ricerca e Sviluppo, mentre degli uomini una quota maggiore pari al 41.7%. Infine, per entrambe le categorie più della metà dei CEO opera in aziende appartenenti al settore manifatturiero, dominante nel contesto Italiano.

Le analisi relative al genere attestano la presenza di disparità nel contesto delle imprese familiari italiane quotate. In particolare, i CEO di genere femminile presentano un'educazione maggiore, un compenso inferiore ed una minore capacità nella creazione di valore per l'azienda, ma una percezione migliore da parte del mercato, prediligendo strategie aziendali che fanno poco uso del debito come fonte di finanziamento. È quindi presente il fenomeno del *glass ceiling* e della *segregazione verticale*, fenomeni tipici delle realtà in cui la disparità di genere è evidente ed impedisce alle donne di progredire nella carriera e di ricoprire ruoli di alto livello. Questo effetto è già riscontrabile osservando il totale delle osservazioni relative ai CEO di genere femminile e ai CEO di genere maschile, che presentano una evidente differenza numerica.

**TABELLA 6.8 Test della differenza delle medie tra imprese con *ceo\_f* (37 osservazioni) e imprese con *ceo\_m* (1525 osservazioni). Campione di riferimento tutte le osservazioni delle imprese familiari (120 imprese).**

(\*\*\*, \*\*, \* denota il livello di significatività all'1%, 5% e 10%)

<b>VARIABILI</b>	<b>CEO donna (<i>ceo_f</i>==1) (a)</b>	<b>CEO uomo (<i>ceo_m</i>==0) (b)</b>	<b>Differenza (a) - (b)</b>	<b>t-test</b>
<b>LA PROPRIETA'</b>				
<i>controllingshare</i>	56.6514	58.1101	-1.4587	-0.7640
<i>instinv</i>	0.1764	0.5099	-0.3335	-2.738***
<i>inst_share</i>	1.0372	3.6230	-2.5857	-2.077**
<b>I CEO</b>				
<i>famceo30</i>	0.7027	0.5331	0.1695	2.0456**
<i>rtotcomp</i>	200.882	949.7106	-748.8285	-1.7173*
<i>tenure</i>	4.8378	8.7703	-3.9325	-3.297***
<i>ceo_age</i>	48.666	55.2781	-6.611	-4.092***
<i>uni_degree</i>	0.9444	0.7659	0.1785	2.5192**
<i>ing_degree</i>	0.3888	0.2715	0.1173	1.5602
<b>LA GOVERNANCE AZIENDALE</b>				
<i>dual</i>	0	0.3284	-0.3284	-2.881***
<i>patti_sind</i>	0.7027	0.2747	0.4279	5.7550***
<i>indip_remun</i>	0.6444	0.7475	-0.1031	-1.6763*
<i>star</i>	0.2941	0.3919	-0.0977	-0.8209
<i>ceo_chair</i>	0.5882	0.31567	0.2725	2.399**
<b>LA PERFORMANCE</b>				
<i>rsales</i>	387504.1	1465143	-1077639	-1.1523
<i>salesgrowth</i>	0.0212	0.0359	-0.01470	-0.4301
<i>rmktcap</i>	577253	1080416	-503163.5	-1.0149
<i>rasset</i>	529948.8	2102265	-1572316	-1.2375
<i>roa</i>	0.0751	0.0942	-0.0191	-1.6115
<i>mtb</i>	2.5918	2.2000	0.3916	0.7233
<i>qtobin</i>	1.6102	1.4082	0.2020	1.1726
<i>roe</i>	0.1271	0.1199	0.0071	0.3460
<i>leverage1</i>	0.8066	1.3488	-0.5421	-0.9970
<i>leverage2</i>	0.3590	0.4633	-0.1043	-3.813***
<i>leverage3</i>	0.2175	0.2787	-0.0612	-2.5107**
<i>payoutdividend</i>	0.2186	1.0607	-0.8421	-0.4368
<i>dividendasset</i>	0.0078	0.0188	-0.0110	-1.5037
<b>LA TIPOLOGIA SETTORIALE</b>				
<i>typer</i>	0.1351	0.4170	-0.2819	3.4555***
<i>manuf</i>	0.6486	0.8432	-0.1946	3.1885***

### 6.2.3.3 La gestione aziendale

Nelle analisi precedenti sono state studiate le variabili in relazione alla capacità degli Amministratori Delegati nella creazione del valore. Ora lo studio passa al punto di vista delle aziende, e le relative performance e i connotati che le caratterizzano a seconda della tipologia di gestione che presentano al loro interno.

Nel campione costruito sono presenti aziende che negli anni considerati sono sempre state gestite da CEO interni o sempre guidate da CEO esterni, mentre altre che sperimentano entrambe le tipologie di gestione grazie a dei cambi di management. Sono state costruite quattro variabili booleane relative la struttura di gestione interna, a seconda del livello di coinvolgimento dei CEO interni ed esterni nella direzione aziendale:

- *famceo30\_change* = l'impresa subisce uno o più turnover, in cui è coinvolto almeno una volta il *famceo30*. Può essere da interno ad esterno, da interno a interno e da esterno ad interno, ma può essere presente anche una successione da esterno a esterno purché negli anni considerati vi sia almeno un altro turnover in cui è coinvolto il *famceo30*. Ad esempio, in questa categoria rientra la Biesse che sperimenta un turnover interno familiare, un secondo passaggio da interno ad un esterno ed infine dall'esterno di nuovo entra in carica un CEO familiare. Anche la Benetton presenta una successione da un CEO interno ad un esterno, negli anni successivi vi sono vari cambi di management tra Amministratori Delegati non familiari, ed infine rientra a ricoprire il ruolo di manager un erede della famiglia.
- *ceoest\_change* = imprese familiari che sono sempre e solo gestite da CEO esterni alla famiglia controllante nel periodo di tempo considerato, e nelle quali si è verificato almeno un turnover tra due Amministratori Delegati non familiari.
- *famceo30\_same* = imprese familiari in cui non si verifica mai il turnover, ma rimangono sempre in gestione allo stesso *famceo30* interno alla famiglia, per tutto l'arco temporale oggetto dell'analisi.
- *ceoest\_same* = imprese familiari che rimangono sempre in gestione allo stesso CEO esterno per tutto l'arco temporale oggetto dell'analisi.

In primo luogo verranno analizzate le imprese nelle quali non si verifica mai il turnover (*\_same*), e poi lo studio passa alle aziende familiari in cui si verificano dei cambi di management (*\_change*).

La Tabella 6.9 riporta i valori medi delle principali statistiche descrittive se l'Amministratore Delegato familiare in carica, per tutto l'arco temporale considerato, è sempre lo stesso (condizione dummy *famceo30\_same=1*) in colonna a, o nel caso in cui in carica vi sia sempre lo stesso manager esterno (dummy *ceoest\_same=1*) in colonna b.

Nelle imprese in cui proprietà e controllo coincidono, le famiglie detengono una quota media di controllo pari al 57.24% contro il 51.96% delle aziende che promuovono manager esterni (differenza significativa all'1%). I dati relativi la presenza nel capitale da parte degli investitori istituzionali forniscono un'ulteriore prova del legame che esiste tra questi e la loro preferenza ad investire in aziende gestite da manager professionali e senza parentela con la famiglia controllante. Sono presenti nel 42.77% delle imprese con gestione *famceo30\_same* e nel 71.42% delle imprese *ceoest\_same* (significatività all'1%).

Il 41.06% delle aziende gestite sempre dallo stesso *famceo30* fa utilizzo di azioni dual class: la famiglia oltre a detenere potere manageriale essendo il CEO sempre l'interno, possiede anche controllo elevato. Questo meccanismo viene utilizzato dal 26.19% delle aziende che sono sempre gestite da manager professionali e la differenza delle due medie è significativa al 5%. Le prime fanno anche un uso maggiore della CEO-duality, infatti per il 46.13% il *famceo30* è anche il Presidente, favorendo la concentrazione del controllo da parte della famiglia.

La capitalizzazione di mercato delle imprese gestite dal CEO esterno è pari a 2393675€, che indica imprese di grandi dimensioni, mentre per quelle gestite da CEO interni è pari a 558990€, e la loro differenza è statisticamente significativa all'1%. Questo conferma che i *famceo30* lavorano nelle loro imprese familiari che tendono a essere di dimensioni inferiori rispetto alla media di quelle in cui lavorano i manager esterni (Tabella 6.7). I CEO esterni hanno buone competenze manageriali, grazie anche al grado di educazione maggiore rispetto ai *famceo30*, e ciò appare significativo nei risultati di performance associati ai manager dell'analisi precedente (Tabella 6.7). Queste caratteristiche si

ripercuotono nel valore assunto dagli indici che misurano la redditività delle imprese, le quali mostrano una significativa performance migliore per le imprese *ceoest\_same*. Le aziende che sono sempre gestite dallo stesso Amministratore Delegato esterno presentano un valore medio del *roa* pari a 0.109 mentre per l'altra categoria di aziende è pari a 0.089. Le aziende gestite sempre dal manager esterno presentano quindi una migliore redditività, e maggior creazione di valore (a livello 5%). Le aziende *ceoest\_same* presentano un valore dell'indice *mtb* maggiore, ovvero sono sopravvalutate dal mercato perché alle azioni è attribuito un valore maggiore rispetto a quello contabile. Anche la *Q di Tobin* presenta per queste aziende un valore maggiore. Le differenti tipologie gestionali dei manager interni o esterni sono evidenti con la leva del debito *leverage1*, che risulta significativamente maggiore (a livello 1%) per le aziende gestite da CEO esterni (*ceoest\_same*), poiché il manager non familiare predilige una politica di finanziamento tramite il debito. Queste aziende risultano quindi più rischiose e meno stabili rispetto a quelle gestite sempre dallo stesso *famceo30*. Entrambe le aziende risultano però essere solvibili con valori di *leverage2* e *leverage3* inferiori a 1.

In sintesi, le aziende gestite sempre dallo stesso *famceo30* per il range di anni studiati, presentano un utilizzo maggiore di meccanismi per il rafforzamento del potere familiare oltre quello derivante dalla quota proprietaria detenuta. Inoltre, sono imprese di dimensioni inferiori in cui la famiglia controllante detiene una quota media maggiore e riportano un andamento e creazione di valore inferiore rispetto alle altre aziende.

Nella Tabella 6.10 è stato eseguito lo stesso ragionamento di analisi utilizzato per la Tabella 6.9. Le aziende, ora, vengono suddivise in due campioni a seconda che presentino turnover sempre e solo tra manager esterni in colonna b (condizione dummy *ceoest\_change=1*), o nel caso in cui sia coinvolto in almeno un cambio di management il *famceo30* (condizione dummy *famceo30\_change=1*) in colonna a. Nelle aziende *famceo30\_change* è elevata la sovrapposizione tra management, proprietà e controllo, poiché per alcuni anni il ruolo manager era ricoperto da un membro della famiglia controllante.

**TABELLA 6.9 Test della differenza delle medie tra imprese con *famceo30\_same* (441 osservazioni) e imprese con *ceoest\_same* (93 osservazioni). Campione di riferimento: tutte le osservazioni delle imprese familiari che non sono mai soggette a turnover (46 imprese).**

(\*\*\*, \*\*, \* denota il livello di significatività all'1%, 5% e 10%)

<b>VARIABILI</b>	<b><i>famceo30_same</i></b> <b>(a)</b>	<b><i>ceoest_same</i></b> <b>(b)</b>	<b>Differenza</b> <b>(a) - (b)</b>	<b>t-test</b>
<b>LA PROPRIETA'</b>				
<i>controllingshare</i>	57.2475	51.9697	5.2778	3.9088***
<i>instinv</i>	0.4277	0.7142	-0.2864	-4.8526***
<i>inst_share</i>	3.1255	5.3869	-2.2613	-3.9769
<b>I CEO</b>				
<i>rtotcomp_ceo</i>	1020.902	1189.482	-168.5805	-0.4932
<i>tenure</i>	13.9546	14.7634	-0.8087	-0.8471
<i>ceo_age</i>	56.3840	52.5161	3.8679	3.3881***
<i>uni_degree</i>	0.7454	0.7741	-0.0287	-0.5810
<i>ing_degree</i>	0.1363	0.3118	-0.1754	-4.1817***
<b>LA GOVERNANCE AZIENDALE</b>				
<i>dual</i>	0.4106	0.2619	0.1487	2.5469**
<i>patti_sind</i>	0.3356	0.2903	0.0452	0.8444
<i>indip_remun</i>	0.7121	0.7653	-0.0532	-1.4404
<i>star</i>	0.4266	0.4761	-0.04952	-0.8262
<i>ceo_chair</i>	0.4613	0.1190	0.3422	6.002***
<b>LA PERFORMANCE</b>				
<i>rsales</i>	835243	851217.1	-15974.05	-0.0788
<i>salesgrowth</i>	0.04058	0.0380	0.00253	0.1126
<i>rmktcap</i>	558990	2393675	-1834685	-7.2544***
<i>rasset</i>	1005409	4449165	-3443755	-6.6621***
<i>roa</i>	0.0890	0.1090	-0.0199	-2.5246**
<i>mtb</i>	1.9773	2.2795	-0.3021	-1.3884
<i>qtobin</i>	1.3819	1.5564	-0.1744	-1.9284*
<i>roe</i>	0.1040	0.1143	-0.0103	-0.8730
<i>leverage1</i>	0.9027	1.4989	-0.5961	-3.7177***
<i>leverage2</i>	0.4456	0.4586	-0.0130	-0.7108
<i>leverage3</i>	0.2515	0.2913	-0.0398	-2.3390**
<i>payoutdividend</i>	0.4875	0.5629	-0.0753	-0.7316
<i>dividendasset</i>	0.0141	0.0156	-0.00143	-0.6041
<b>LA TIPOLOGIA SETTORIALE</b>				
<i>typer</i>	0.3968	0.3333	0.0634	1.1423
<i>manuf</i>	0.8843	0.8387	0.0456	1.2148

In questa analisi entrambi i campioni su cui viene testata la differenza della media sono soggetti all'evento della successione, differenziandosi in base alla tipologia degli individui coinvolti nell'evento.

Nelle aziende soggette a turnover di manager familiari la quota di proprietà (*controllingshare*) è statisticamente superiore rispetto alle imprese *ceoest\_change* (a livello 1%). Anche le variabili *instinv* e *inst\_share* presentano differenze significative a livello 1%, a favore delle aziende che sperimentano turnover solo in presenza di manager esterni. In queste ultime, vi è un utilizzo significativamente superiore dei patti di sindacato da parte della famiglia per il rafforzamento del controllo interno (a livello 5%), contrariamente alle azioni duali che hanno un utilizzo maggiore nei *famceo30\_change*. La variabile *coe\_chair* conferma la tendenza dei *famceo30* di ricoprire anche la carica di Presidente (Tabella 6.8), riportando un valore maggiore per le aziende che sperimentano almeno un turnover in cui è coinvolto il *famceo30* (significatività dell'1%).

Per quanto riguarda la remunerazione totale degli Amministratori Delegati, le aziende che rientrano nella categoria *ceoest\_change* prevedono uno stipendio medio totale statisticamente maggiore delle aziende *famceo30\_change* (livello 1%).

Considerando la variabile *rsales*, ovvero il fatturato reale, si evince come le imprese in mano ad esterni siano di dimensioni statisticamente maggiori (a livello 1%) delle altre, pari a 3403747€ e 804967.7€ rispettivamente. Per entrambe aziende classificate secondo le definizioni riportate il tasso di crescita misurato con la crescita del fatturato (*salesgrowth*) è circa del 3%. In termini di performance, è mostrata la significativa superiorità in termini di andamento delle aziende gestite da manager esterni (a livello 1%). Le aziende gestite da CEO esterni sono valutate meglio dal mercato (*mtb*), presentano una redditività maggiore del capitale investito (*roa*) e una migliore redditività del capitale conferito dai soci (*roe*). Infine le aziende *famceo30\_change* appartengono in media per il 49.61% ai settori ad alta intensità di investimenti in R&D, contro il 29.6% delle aziende *ceoest\_change*; la loro differenza è significativa a livello 1%. Questo dimostra come una quota elevata di *famceo30* tende a esercitare il ruolo in aziende appartenenti al segmento *typer* (Tabella 6.7).

**TABELLA 6.10 Test della differenza delle medie tra imprese con *famceo30\_change* (653 osservazioni) e imprese con *ceoest\_change* (375 osservazioni). Campione di riferimento: tutte le osservazioni delle imprese familiari che sono soggette ad almeno turnover (76 imprese). (\*\*\*, \*\*, \* denota il livello di significatività all'1%, 5% e 10%). In colonna (a) sono rappresentate le aziende soggette a turnover in cui sono coinvolti CEO interni ed esterni, mentre in colonna (b) le imprese soggette soltanto a turnover di CEO esterni.**

<b>VARIABILI</b>	<b><i>famceo30_change</i> (a)</b>	<b><i>ceoest_change</i> (b)</b>	<b>Differenza (a) - (b)</b>	<b>(t-test)</b>
<b>LA PROPRIETA'</b>				
<i>controllingshare</i>	60.3925	56.5292	3.8633	5.4492***
<i>instinv</i>	0.4238	0.6996	-0.2758	-8.2037***
<i>inst_share</i>	2.4776	5.8026	-3.3249	-9.5006***
<b>I CEO</b>				
<i>rtotcomp_ceo</i>	734.341	1162.114	-427.7733	-6.1679***
<i>tenure</i>	6.1165	5.4133	0.7032	2.4946**
<i>ceo_age</i>	55.049	54.426	0.6226	1.0251
<i>uni_degree</i>	0.74114	0.848	-0.1068	-4.005***
<i>ing_degree</i>	0.3790	0.2453	0.1337	4.4210***
<b>LA GOVERNANCE AZIENDALE</b>				
<i>dual</i>	0.3138	0.2572	0.0566	1.7784*
<i>patti_sind</i>	0.2388	0.304	-0.0651	-2.2868**
<i>indip_remun</i>	0.7569	0.7598	-0.0028	-0.1712
<i>star</i>	0.3619	0.38019	-0.01820	-0.5417
<i>ceo_chair</i>	0.3956	0.0543	0.3413	11.7034***
<b>LA PERFORMANCE</b>				
<i>rsales</i>	804967.7	3403747	-2598779	-5.9658***
<i>salesgrowth</i>	0.0312	0.03703	-0.00581	-0.4014
<i>rmktcap</i>	747962.9	1928491	-1180528	-6.9135***
<i>rasset</i>	1132316	4368160	-3235844	-5.7121***
<i>roa</i>	0.0827	0.1156	-0.0328	-6.9691***
<i>mtb</i>	1.9639	2.8951	-0.9312	-4.4958***
<i>qtobin</i>	1.3081	1.5986	-0.2904	-4.7253***
<i>roe</i>	0.1255	0.1304	-0.0049	-0.6444
<i>leverage1</i>	1.6129	1.3196	0.2933	1.1533
<i>leverage2</i>	0.4553	0.4888	-0.0334	-3.0450***
<i>leverage3</i>	0.2740	0.3096	-0.0355	-3.7450***
<i>payoutdividend</i>	1.2009	1.511	-0.3103	-0.3766
<i>dividendasset</i>	0.0176	0.0262	-0.0086	-2.5662**
<b>LA TIPOLOGIA SETTORIALE</b>				
<i>typer</i>	0.4961	0.296	0.20017	6.3694***
<i>manuf</i>	0.8468	0.7706	0.0761	3.0657***

In conclusione, le aziende soggette a turnover solo tra esterni presentano una maggior capacità nella creazione del valore, dimensioni maggiori e stipendi più elevati. L'altra categoria aziendale, invece, ha una quota proprietaria più elevata e presenta un maggior ricorso alla gestione aziendale basata sulla dualità CEO-Presidente.

### 6.3 La successione

L'evento della successione è determinante per la sopravvivenza e continuità dell'impresa familiare, per questo è importante capire quali siano i fattori che conducono al suo verificarsi. Come è stato dimostrato nelle analisi precedenti (Paragrafo 6.2.3) la performance aziendale varia significativamente a seconda che l'azienda sia guidata da un *famceo30* o da un esterno, e per tale motivo la tipologia di successione che ha luogo riveste un ruolo fondamentale. La successione verrà studiata con i test della differenza delle medie (Paragrafo 6.3.2) e con la regressione nel Paragrafo 6.3.3.

In particolare, per il passaggio di carica interno alla famiglia sono riportate e spigate le ipotesi<sup>53</sup> che riteniamo essere i determinanti per le scelte di successione interna, e le rispettive variabili esplicative che saranno poi utilizzate nelle analisi. Queste ipotesi sono state formulate sulla base della letteratura sulle imprese familiari, come riportato dettagliatamente nel Capitolo 4 del seguente lavoro di tesi "La successione nelle imprese familiari". Sono state sviluppate in seguito all'analisi del lavoro eseguito da Ansari, Goergen et al. (2014), e sono relative l'analisi della variabile *turnover\_intint* e la scelta di continuità interna. Relativamente queste ipotesi formulate, delle prime evidenze, saranno portate alla luce già con i test della differenza della media (Paragrafo 6.3.2) e saranno poi approfondite con la regressione (Paragrafo 6.3.3).

---

<sup>53</sup> Le seguenti ipotesi sono state determinate prendendo come base dell'analisi lo studio di Ansari, Goergen, Mira, "The determinants of the CEO succession choice in family firms".

***IPOTESI 1:*** Più è grande il potere esercitato dalla famiglia che detiene il controllo, più è alta la probabilità che il nuovo CEO sia un membro della famiglia.

Il potere esercitato dalla famiglia viene misurato tramite la quota azionaria di controllo detenuta dalla stessa (*controllingshare*), che determina il grado di influenza direttamente all'interno dell'impresa. Tuttavia, non è raro che nelle imprese familiari vengano utilizzati altri meccanismi per esercitare e rafforzare il potere quali azioni dual-class e patti di voto: per questo anche le variabili *dual* e *patti\_sind* sono considerate esplicative del determinante. In particolare, nei modelli di regressione verrà utilizzata la variabile *dual*.

***IPOTESI 2:*** Una miglior performance aziendale pre-successione aumenta la probabilità che il nuovo CEO entrante in carica sia legato alla famiglia controllante.

Le due misure utilizzate per determinare la performance nel periodo pre-successione sono gli indici *roa* e *roe*, la cui determinazione è già stata spiegata precedentemente. Le due variabili saranno utilizzate nel test della differenza delle medie. Nell'applicazione della regressione, invece, oltre alla variabile *roa* saranno impiegate anche la *q* di Tobin (*qtobin*) e la leva del debito (*leverage1*), così da determinare il valore aziendale e il livello di indebitamento pre successione.

***IPOTESI 3:*** Nei settori ad alta intensità di investimento in Ricerca e Sviluppo (R&D) vi è la tendenza alla successione esterna, promuovendo al ruolo di Amministratore Delegato il manager professionista esterno.

La variabile booleana *typer* permette di determinare se l'azienda appartenga ai settori ad alta intensità di investimento in Ricerca e Sviluppo. In questa categoria settoriale si preferisce incaricare come nuovo Amministratore Delegato uno esterno, che risulta essere più adatto al ruolo e detenere le competenze necessarie in settori ad alta innovazione e tecnologia.

***IPOTESI 4:*** *In presenza di un titolo di laurea da parte degli eredi del CEO uscente, sarà più probabile la successione interna alla famiglia.*

Il titolo di studio posseduto misura il livello di educazione dei manager incaricati al ruolo e le rispettive conoscenze teoriche. La variabile dummy *uni\_degree* è pari ad 1 se il manager possiede un titolo di laurea, ed in particolare la variabile *ing\_degree* indica se il titolo di laurea posseduto dall'Amministratore Delegato è stato conseguito in ingegneria. Nel test della differenza delle medie il livello di scolarizzazione è riportato sia per il CEO entrante sia per quello uscente. Nella regressione viene riportata in riferimento ai figli del CEO uscente, così da comprendere quanto il livello di educazione degli eredi diretti impatti nelle scelte di successione. Viene quindi costruita la variabile di interazione *child\*uni\_degree* per verificare se l'educazione dei figli del CEO uscente porti a scelte di continuità interna.

***IPOTESI 5:*** *Più è elevata l'indipendenza del Consiglio di Amministrazione, più alta è la probabilità che il nuovo CEO sia esterno alla famiglia controllante.*

Questa ipotesi si focalizza sull'indipendenza degli Amministratori. Sostiene che in presenza di un'elevata percentuale di Amministratori indipendenti vi sia più probabilità alla promozione di un esterno, proprio per l'assenza di legami che non li vincolano a scelte dovute alla parentela. È presa in considerazione la variabile *famfond\_cda* ovvero la presenza della famiglia del fondatore all'interno del Consiglio di Amministrazione: una minor percentuale di Amministratori indipendenti porta a scelte non svincolate dai benefici personali della famiglia. La variabile *star*, invece, indica l'appartenenza al segmento *STAR* della Borsa italiana, che implica la presenza di un vincolo minimo sul numero di membri indipendenti nel Consiglio di Amministrazione. Infine, tra le variabili esplicative del determinante rientra quella che riporta la presenza della CEO-Duality (variabile *ceo\_chair*) e indica la non indipendenza del C.d.A. dovuta all'accentramento delle cariche di CEO e di Presidente nella stessa persona.

**IPOTESI 6.a:** *In presenza di figli di entrambi i generi da parte del CEO familiare uscente c'è più probabilità che venga promosso al ruolo di CEO un erede del predecessore, piuttosto che un CEO esterno alla famiglia.*

**IPOTESI 6.b:** *In presenza di soli figli maschi da parte del CEO familiare uscente c'è la tendenza a lasciare il ruolo all'erede, piuttosto che all'esternalizzazione del ruolo.*

Le ipotesi 6.a e 6.b sono estremamente importanti per comprendere dal punto di vista degli eredi del CEO le dinamiche familiari nelle scelte di successione. In primo luogo, è importante analizzare se la presenza di figli (maschi e/o femmine) da parte del CEO uscente influisca e determini la successione interna, piuttosto che quella esterna. In particolare, se la presenza di figli di entrambi i generi porti alla continuità interna (**IPOTESI 6.a**). Si prosegue, poi, nella determinazione se la presenza di soli figli di genere maschile favorisca la continuità familiare (**IPOTESI 6.b**).

La variabile dummy *child\_yes* esprime la presenza di figli (maschi e/o femmine) da parte del CEO uscente, mentre le variabili dummy *son\_yes* e *daughter\_yes* esprimono nello specifico se si tratta di figli di genere maschile o femminile. Le variabili *son\_solo*, *daughter\_solo* e *both\_gender* indicano se il manager uscente ha solo figli maschi, solo femmine o di entrambi i generi rispettivamente (sono variabili booleane). Infine, le variabili *son\_number* e *daughetr\_number* esprimono nello specifico il numero di figli di genere maschile e femminile dell'Amministratore Delegato uscente dal ruolo nell'anno *t*.

### 6.3.1 La correlazione

In primo luogo, per studiare l'evento della successione è importante comprendere quali siano le variabili correlate con quelle che rappresentano il cambio di management.

La seguente Tabella 6.11 mostra la correlazione tra la booleana *turnover* e una serie di altre variabili caratteristiche dell'impresa e del CEO, per evidenziare con quali di esse sia presente una correlazione significativa con il verificarsi del passaggio di ruolo. La variabile *turnover* comprende nella sua definizione quattro tipologie di evento di cambio di carica: interno - interno, interno – esterno, esterno – interno ed esterno – esterno.

**TABELLA 6.11** Matrice delle correlazioni, tra la variabile *turnover* e le variabili relative le imprese familiari e i CEO.

	<i>turnover</i>	<i>int_hiring</i>	<i>ceo_age</i>	<i>dual</i>	<i>ceo_chair</i>	<i>star</i>	<i>typer</i>
<i>turnover</i>	1						
<i>int_hiring</i>	-0.1707* 0	1					
<i>ceo_age</i>	-0.1384* 0	0.0926* 0.0007	1				
<i>dual</i>	-0.0501 0.0638	0.1077* 0.0001	0.0861* 0.0014	1			
<i>ceo_chair</i>	-0.1065* 0.001	0.2243* 0	0.2916* 0	0.1457* 0	1		
<i>star</i>	-0.0103 0.7024	-0.0584* 0.0322	0.0160 0.5536	-0.1891* 0	-0.0180 0.5039	1	
<i>typer</i>	0.0188 0.4580	0.0019 0.9444	0.0753* 0.003	0.0225 0.4058	0.1592* 0	0.2363* 0	1

Per visualizzare la correlazione che esiste tra la variabile *turnover* e le altre variabili considerate bisogna osservare la prima colonna. La promozione di un dipendente interno all'azienda (indipendentemente dal suo legame con la famiglia) al ruolo di Amministratore Delegato (*int\_hiring*==1) presenta il coefficiente negativo (-0.1707) e significativo al 5%, quindi la presenza di manager promossi internamente fa diminuire il turnover. È presente una correlazione negativa tra *turnover* e *dual*, variabile che rappresenta il potere familiare nell'impresa. Più la famiglia esercita controllo, meno si verifica l'evento di turnover, poiché in posizione manageriale probabilmente vi sono membri della famiglia i quali tendono a ricoprire la carica per svariati anni. La correlazione è negativa e statisticamente significativa anche con la variabile *ceo\_chair*, per cui gli Amministratori Delegati che sono anche Presidenti (si verifica soprattutto con i *famceo30*) sono meno propensi a lasciare il ruolo. Il settore *typer* ha una correlazione debolmente positiva (0.0188) non significativa,

perché nei settori ad alta intensità di spesa in R&D vi è prevalenza di CEO esterni. Questi ultimi rappresentano il 58% dei CEO totali che operano in tale settore, e che sono maggiormente coinvolti nei cambi di ruolo rispetto a quelli familiari, facendo così aumentare la frequenza dell'evento. Infine, anche la correlazione tra turnover e l'età dei CEO è negativa e significativa al 5%.

L'analisi prosegue nello specifico con lo studio della correlazione tra l'evento *turnover\_famceo*, quando è il manager familiare a uscire dalla carica, e le variabili rappresentative gli eredi del CEO uscente. In particolare, l'evento in cui il familiare esce (*turnover\_famceo*) viene classificato secondo due variabili booleane *newceo\_est* e *newceo\_int*, ovvero quando nel ruolo entra un esterno o un interno rispettivamente. Le due tabelle riportate di seguito evidenziano la correlazione che esiste tra la tipologia di Amministratore Delegato che entra in carica, esterno (Tabella 6.12.a) o legato alla famiglia (Tabella 6.12.b), in relazione alla presenza di figli di entrambi i generi, o solo di genere maschile o solo di genere femminile da parte del manager uscente.

**TABELLA 6.12.a Matrice delle correlazioni, tra la variabile *newceo\_est* e le variabili relative gli eredi del *famceo30* uscente dalla carica.**

	<i>newceo_est</i>	<i>both_gender</i>	<i>son_solo</i>	<i>daughter_solo</i>
<i>newceo_est</i>	1			
<i>both_gender</i>	0.2233* 0	1		
<i>son_solo</i>	0.1735* 0	-0.0589* 0.0199	1	
<i>daughter_solo</i>	0.0991* 0.0001	-0.0423 0.0947	-0.0208 0.4111	1

**TABELLA 6.12.b Matrice delle correlazioni, tra la variabile *newceo\_int* e le variabili relative gli eredi del *famceo30* uscente dalla carica.**

	<i>newceo_int</i>	<i>both_gender</i>	<i>son_solo</i>	<i>daughter_solo</i>
<i>newceo_int</i>	1			
<i>both_gender</i>	0.0553* 0.0290	1		
<i>son_solo</i>	0.1325* 0	-0.0589* 0.0199	1	
<i>daughter_solo</i>	0.0022 0.9297	-0.0423 0.0947	-0.0208 0.4111	1

Tutte le correlazioni tra le variabili del turnover e quelle degli eredi sono positive. In particolare, la correlazione con *newceo\_est* è sempre significativa a livello del 5%. Se il manager familiare uscente ha solo figlie femmine la correlazione è sempre statisticamente significativa, ma presenta un coefficiente più elevato quando il nuovo CEO entrante è un esterno, a prova che la famiglia tende a preferire un uomo alla direzione dell'impresa assumendolo esternamente. In presenza di soli figli maschi le correlazioni sono entrambe positive e significative, così come in presenza di figli di entrambi i generi, in cui però è presente un coefficiente più elevato in presenza di una successione esterna (0.2233).

Più nel dettaglio, le matrici riportate di seguito considerano solamente l'evento della successione familiare interna (*turnvoer\_intint==1*) rispetto al genere del CEO entrante nel ruolo. La Tabella 6.13.a riporta la correlazione tra *newfamceo\_m*, cioè quando il nuovo Amministratore Delegato familiare è di genere maschile, e le variabili sugli eredi del manager uscente. La Tabella 6.13.b riporta, invece, quella tra le stesse variabili e *newfamceo\_f*, cioè quando l'entrante è di genere femminile. Le variabili *newfamceo\_m* e *newfamceo\_f* si riferiscono al nuovo CEO familiare secondo una classificazione relativa il loro genere, indipendentemente che questo sia il figlio del predecessore o presenti un'altra tipologia di parentela.

**TABELLA 6.13.a Matrice delle correlazioni, tra la variabile *newfamceo30\_m* e le variabili relative gli eredi del *famceo30* uscente dalla carica.**

	<i>newfamceo_m</i>	<i>both_gender</i>	<i>son_solo</i>	<i>daughter_solo</i>
<i>newfamceo_m</i>	1			
<i>both_gender</i>	0.1270* 0	1		
<i>son_solo</i>	0.1325* 0	-0.0589* 0.0199	1	
<i>daughter_solo</i>	-0.0165 0.5155	-0.0423 0.0947	-0.0208 0.4111	1

**TABELLA 6.13.a Matrice delle correlazioni, tra la variabile *newfamceo30\_f* e le variabili relative gli eredi del *famceo30* uscente dalla carica.**

	<i>newfamceo_f</i>	<i>both_gender</i>	<i>son_solo</i>	<i>daughter_solo</i>
<i>newfamceo_f</i>	1			
<i>both_gender</i>	-0.0089 0.7255	1		
<i>son_solo</i>	-0.0156 0.5379	-0.0589* 0.0199	1	
<i>daughter_solo</i>	0.0473 0.0616	-0.0423 0.0947	-0.0208 0.4111	1

In presenza di figli di entrambi i generi il coefficiente con il nuovo Amministratore Delegato familiare donna è negativo e non presenta significatività statistica (-0.0089), a dimostrazione della tendenza a preferire eredi maschi in ruoli di direzione aziendale. Infatti, la correlazione tra *both\_gender* e *newfamceo\_m* è positiva e statisticamente significativa al 5%. In presenza di soli figli maschi la correlazione tra *son\_solo* e *newfamceo\_m* è positiva e significativa, perché nel contesto aziendale familiare è riposta molta importanza nella continuità del controllo e del management da parte dell'erede

maschio. Infine, se il manager uscente ha solo figlie femmine è presente una correlazione positiva con *newfamceo\_f* e negativa con *newfamceo\_m*, entrambe non significative. In presenza di figlie donne poiché vi è mancanza di eredi maschi internamente, si predilige incaricare un nuovo manager esterno, come mostrato nella precedente tabella delle correlazioni e solo in rari casi il ruolo viene lasciato alla figlia.

### 6.3.2 Test della differenza delle medie

Nel seguente paragrafo è riportata l'analisi univariata relativamente la tipologia di turnover che si verifica nelle imprese familiari, ed è eseguita rispetto all'anno  $t$  in cui entra in carica il successore. Ci riferiamo a  $t$  come all'anno in cui è avvenuto il passaggio di carica da un manager familiare ad un altro Amministratore Delegato. In particolare, gli eventi della successione su cui concentreremo la nostra analisi sono due: la successione dal CEO familiare ad un altro CEO imparentato con la famiglia controllante (successione interna) identificato con la variabile dummy *turnover\_intint*, e la successione dal CEO familiare ad un nuovo manager esterno (successione esterna) identificato con la variabile dummy *turnover\_intest*. Queste due variabili booleane assumono valore pari a 1 nell'anno  $t$  in cui avviene il passaggio di ruolo ed entra in carica il nuovo manager.

La Tabella 6.14 riporta le statistiche descrittive dell'impresa e le caratteristiche del CEO (Panel A), e i valori medi assunti dalle variabili che rappresentano le ipotesi determinanti (mostrati precedentemente nel capitolo 6.3) relative le decisioni di successione (Panel B). Nello specifico, nel Panel A *ceo\_age\_new* si riferisce all'età del manager successore mentre *ceo\_age\_precedente* a quella del predecessore uscente. *tenure\_precedente* si riferisce al numero medio di anni per cui il predecessore ha svolto il ruolo, prima di lasciare la carica. Per quanto riguarda il Panel B, *uni\_degree\_new* e *ing\_degree\_new* si riferiscono al manager entrante, mentre *uni\_degree\_precedente* e *ing\_degree\_precedente* al predecessore. Anche la variabile relativa la CEO-duality (*ceo\_chair*) riporta il valore medio sia del predecessore sia del successore, ed è utile per controllare il potere derivante dall'accentramento delle cariche e l'indipendenza del C.d.A..

Il Panel A inizia l'analisi presentando le variabili relative agli investitori istituzionali: sono presenti nel 50% del capitale delle imprese che effettuano una successione interna e nel 41.3% delle successioni esterne, con una quota media pari a 4.15% per la prima tipologia e a 2.31% per la seconda. È presente una differenza statisticamente significativa tra la capitalizzazione di mercato media: per le imprese soggette a turnover interno è pari a 1371775€, e per le imprese soggette a turnover esterno è pari a 387726.9€. Le aziende che promuovono la prima tipologia di successione sono significativamente di dimensioni maggiori in termini di capitalizzazione media (livello 1%). In presenza di turnover interno-interno, le imprese familiari presentano un valore medio del *mtb* maggiore (pari a 2.8180 contro 2 delle altre imprese) e anche per la *Q di Tobin* (pari a 1.5897 contro 1.1995 dell'altro turnover) ma riportano un tasso di crescita del fatturato medio negativo, pari a -0.0103. Il rapporto tra i dividendi distribuiti e il totale asset detenuti dall'azienda (*dividendasset*) è maggiore in presenza di una successione interna (livello 10%). Quando vi è un turnover esterno le imprese sono indebitate, infatti *leverage1* presenta un valore maggiore di 1 pari a 1.8493, ma risultano solvibili e in grado di far fronte ai debiti in relazione agli asset detenuti (*leverage2, leverage3*). Infine, quando si verifica un passaggio di ruolo interno-interno i manager uscenti, che hanno in media 64 anni, lasciano il ruolo dopo circa 13 anni di esercizio e subentra un parente che ha in media 46 anni. Quando con il turnover entra un esterno in media ha 51 anni, e il manager uscente lascia il ruolo all'età di 58 anni dopo aver ricoperto il ruolo per 9 anni.

Il Panel B riporta le variabili utilizzate per spiegare le ipotesi determinanti della successione familiare. Per quanto riguarda il potere esercitato dalla famiglia, nelle analisi sono riportate le variabili che evidenziano il controllo che questa detiene all'interno della sua azienda. Nelle imprese che promuovono il CEO della famiglia, le famiglie stesse detengono una quota maggioritaria media di azioni pari al 56.218%, mentre in quelle che promuovono un esterno è pari al 59.45%. È presente una differenza statisticamente significativa nell'utilizzo delle azioni dual-class per il mantenimento del controllo ed esercizio del potere da parte della famiglia. Nel 50% delle successioni interne il capitale delle aziende si compone di azioni duali: oltre a portare avanti la continuità della famiglia

nel ruolo di manager, vi è anche grande influenza legata alla quota azionaria detenuta e ai diritti ad essa legati. In presenza di una successione esterna, solo nel 10.34% dei turnover le aziende presentano tale categoria di azioni. Il potere familiare, quindi, risulta essere maggiore nella categoria di successione interna. Questi risultati sui valori medi confermano quanto afferma la prima ipotesi, ovvero in presenza di un potere familiare forte è preferita la successione interna.

In termini di performance (le variabili sono calcolate rispetto all'anno precedente alla successione) in entrambe le tipologie il *roe* è positivo, in particolare presenta un valore medio pari a 0.1389 quando il successore è un manager con legami familiari, mentre pari a 0.1211 quando è senza parentela. Anche il *roa* presenta valore medio sempre positivo ed è pari a 0.0842 quando il successore è un interno, e pari a 0.0628 quando il successore è un esterno. In termini medi di performance, quindi, la successione esterna si verifica quando il *roa* e il *roe* presentano valori medi peggiori, rispetto alla successione interna che è preferita quando l'azienda è in grado di creare più valore e presenta una performance migliore (ipotesi 2)

Il 50% delle successioni interne e il 53% delle successioni esterne avvengono in settori ad alta intensità di investimento in Ricerca e Sviluppo. In termini di valore medio non si riscontra una grande differenza tra la scelta di successione e la presenza di settori innovativi.

Per quanto riguarda il livello di educazione, quando il predecessore lascia la carica a manager esterni, questi sono sempre laureati e per il 43.3% dei turnover questi possiedono la laurea in ingegneria. Quando ad entrare nel ruolo di Amministratore Delegato è un parente, per il 70% dei cambi presenta un titolo di laurea e per il 40% specificatamente in ingegneria. Il predecessore che promuove l'erede ha la laurea nel 60%, contro il 48.27% quando è scelto dal mercato del lavoro.

Rispetto alla composizione del Consiglio di Amministrazione, i valori medi delle variabili presentate sono simili. Per quanto riguarda la presenza di Amministratori indipendenti, la variabile *indip\_remeun* ci permette di conoscere la percentuale di indipendenti nel Consiglio di Remunerazione e quindi avere un'idea generale della loro presenza in azienda.

Le quote sono simili per le due tipologie di successione. Le aziende presentano membri familiari nel Consiglio di Amministrazione nell'80% dei *turnover\_intint* e per l'88.88% nelle imprese con *turnover\_intest*. Anche l'appartenenza al segmento STAR, vincolante in termini di quota minima di Amministratori indipendenti, è simile per le due tipologie di turnover: il 30% delle aziende che effettua turnover interno appartiene al segmento della Borsa Italiana, e il 37.93% delle imprese che sperimentano il passaggio esterno. Nel 50% dei turnover familiari il predecessore ricopre anche il ruolo di Presidente, ma degli eredi entranti solo il 10%. Nell'altra tipologia di successione, invece, i CEO uscenti sono per il 64.28% dei turnover anche Presidenti del C.d.A. ma quelli entranti solo il 6.8%.

Nel 70% dei passaggi interni il predecessore presenta figli, indipendentemente dal genere e dalla numerosità (variabile *child==1*); quando vi è un passaggio interno in cui il manager uscente dal ruolo non presenta eredi diretti, spesso viene promosso un nipote o un altro parente. Infine nel 93,3% dei turnover i manager uscenti, al cui posto entra un esterno, presentano dei figli. Per quanto riguarda l'analisi dei figli da parte del predecessore, non sono presenti differenze significative nelle medie delle variabili rappresentati i figli specificatamente secondo il genere. In generale, i manager uscenti presentano un numero medio di figli maschi e femmine maggiore quando viene promosso al ruolo un esterno.

Nel complesso i test delle differenze nella media supportano l'Ipotesi 1 (potere familiare), l'Ipotesi 2 (performance), mentre falliscono nel supportare l'Ipotesi 3 (settoriale), l'ipotesi 4 (settoriale), l'Ipotesi 5 (indipendenza del C.d.A.) e l'Ipotesi 6 (i figli e il genere).

**TABELLA 6.13 Test della differenza delle medie tra imprese che sperimentano *turnover\_intint* (11 osservazioni) e imprese che sperimentano *turnover\_intest* (30 osservazioni). Campione di riferimento tutte le osservazioni delle imprese familiari che sono mai soggette ad almeno turnover (35 imprese).**

(\*\*\*, \*\*, \* denota il livello di significatività all'1%, 5% e 10%). Le analisi sono eseguite sulle osservazioni dell'anno del turnover *t*.

<b>VARIABILI</b>	<b>famceo30- famceo30 (turnover_intint) (a)</b>	<b>famceo30- CEO est (turnover_intest) (b)</b>	<b>Differenza (a) - (b)</b>	<b>(t-test)</b>
<b>PANEL A: LE CARATTERISTICHE AZIENDALI E DEL CEO</b>				
<i>instinv</i>	0.5	0.4137	0.0862	0.4631
<i>inst_share</i>	4.1519	2.3144	1.8374	1.2483
<i>rsaels</i>	1095772	632079.5	463692.7	0.8387
<i>salesgrowth</i>	-0.0103	0.1037	-0.1141	-0.6260
<i>rmktcap</i>	1371775	387726.9	984047.6	2.2835**
<i>rasset</i>	1747495	687087.9	1060407	1.8198*
<i>mtb</i>	2.8180	2.00623	0.8118	0.6537
<i>qtobin</i>	1.5897	1.1995	0.3941	1.3083
<i>payoutdividend</i>	0.8229	0.5102	0.3127	1.1971
<i>dividendasset</i>	0.0276	0.0124	0.0151	1.7106*
<i>leverage1</i>	0.9797	1.8493	-0.8696	-0.8637
<i>leverage2</i>	0.4366	0.4913	-0.05467	-0.8229
<i>leverage3</i>	0.3077	0.2926	0.0150	0.2674
<i>ceo_age_new</i>	46.9	51.066	-4.166	-1.4010
<i>ceo_age_precedente</i>	64.3	58.58	5.7137	1.4388
<i>tenure_precedente</i>	12.6	9.3103	3.289	1.5296
<b>PANEL B: I DETERMINANTI IPOTIZZATI</b>				
<b>IL CONTROLLO FAMILIARE</b>				
<i>controllingshare</i>	56.2188	59.4554	-3.2366	-0.8653
<i>dual</i>	0.5	0.1034	0.3965	2.8873***
<i>patti_sind</i>	0.3	0.2333	0.0666	0.4119
<b>LA PERFORMANCE PASSATA t-1</b>				
<i>roa</i>	0.0842	0.0628	0.0214	0.8500
<i>roe</i>	0.1389	0.1211	0.0178	0.3954
<b>LA TIPOLOGIA SETTORIALE</b>				
<i>typer</i>	0.5	0.5333	-0.0333	-0.1782
<b>IL LIVELLO DI EDUCAZIONE DEI CEO</b>				
<i>uni_degree_new</i>	0.7	1	-0.3	-3.494***
<i>ing_degree_new</i>	0.5	0.4333	0.0666	0.3583
<i>uni_degree_precedente</i>	0.6	0.4827	0.1172	0.6263
<i>ing_degree_precedente</i>	0.5	0.2413	0.2586	1.535
<b>IL CONSIGLIO di AMMINISTRAZIONE</b>				
<i>indip_remun</i>	0.7604	0.7424	0.01799	0.2562
<i>famfond_cda</i>	0.8	0.8888	-0.0888	-0.6877
<i>ceo_chair_new</i>	0.1	0.0689	0.0310	0.3097
<i>ceo_chair_precedente</i>	0.5	0.6428	-0.1428	-0.7787
<i>star</i>	0.3	0.3793	-0.0793	-0.4403
<b>GLI EREDI DEL famceo30</b>				
<i>children_yes</i>	0.7	0.9333	-0.233	-1.977**

<i>son_yes</i>	0.6	0.8333	-0.2333	-1.5372
<i>daughter_yes</i>	0.5	0.7	-0.2	-1.1382
<i>son_solo</i>	0.2	0.2333	-0.0333	-0.2132
<i>daughter_solo</i>	0.1	0.1	0	0
<i>both_gender</i>	0.4	0.6	-0.2	-1.0897
<i>son_number</i>	1	1.3	-0.3	-0.8184
<i>daughter_number</i>	0.7	0.9	-0.2	-0.7403

### 6.3.3 Analisi multivariata

Lo studio della successione prosegue con la regressione applicata ai dati campionari. L'analisi prevede prima l'approfondimento sul turnover (variabile *turnover*) sia in relazione alla presenza e alle caratteristiche del *famceo30* sia in relazione alle donne. Poi, prosegue nello specifico con l'evento della successione interna studiando le ipotesi determinanti (variabile *turnover\_intint*), presentate precedentemente nel Paragrafo 6.3. L'obiettivo è di comprendere la relazione esistente tra le caratteristiche tipiche delle imprese familiari rispetto alle scelte di successione, in particolare quella interna alla famiglia. Le variabili dipendenti utilizzate sono variabili dicotomiche, per cui sarà utilizzato il modello di regressione non lineare logistica. La *regressione logit* presenta la variabile dipendente che può assumere solo due valori (0,1) e modella la probabilità di  $Y=1$  data  $X$ , come funzione di ripartizione logistica standard, valutata in  $z=\beta_0+\beta_1X$ <sup>54</sup>:

$$\Pr(Y=1 | X)=F(\beta_0+\beta_1X)$$

Dove  $F$  è la funzione di ripartizione logistica:

$$F(\beta_0+\beta_1X)=1/(1+e^{-(\beta_0+\beta_1X)})$$

Il valore predetto di  $Y$  è interpretato come la probabilità che  $Y=1$ , mentre  $\beta_1$  è la variazione di tale probabilità predetta generata da una variazione unitaria in  $X$ .

Le variabili di controllo sono inserite nel modello per mitigare la distorsione derivante dagli effetti omessi, e sono relative ai diversi livelli caratterizzanti le imprese (a livello di

<sup>54</sup> Stock J.H., Watson M. W., Introduzione all'econometria, Pearson Italia, 2012.

azienda, di CEO e di corporate governance). Si riferiscono all'anno precedente  $t-1$ , e sono inserite nei diversi modelli costruiti a seconda della loro significatività.

È stato utilizzato il set di variabili temporali dummy dal 2000 al 2017 per tenere conto degli effetti temporali (*i.year*) ed anche il set delle variabili settoriali (*i.istat\_2d*).

Il comando di STATA per la generazione del modello è *logit*, e nelle tabelle è presentato l'output ottenuto attraverso i coefficienti di regressione stimati  $\beta_i$  delle variabili dipendenti e della costante, e lo *standard error*. È riportata la significatività all'1% (\*\*\*) , 5%(\*\*) e 10%(\*) rispetto il p-value.

#### 6.3.3.1 turnover

Le analisi del presente paragrafo utilizzano come variabile dipendente la variabile booleana *turnover*: assume valore pari ad 1 se avviene un turnover nell'anno  $t$ , indipendentemente dagli individui (predecessore e successore) coinvolti nel cambio di management (interni o esterni).

La Tabella 6.14 riporta i modelli costruiti per analizzare il cambio di carica rispetto alla presenza del *famceo30* e le sue caratteristiche. Quando il ruolo di CEO è ricoperto dal *famceo30* diminuisce la probabilità che si verifichi turnover, poiché questo tende tradizionalmente a rimanere in carica a lungo nell'impresa di famiglia. Nei modelli (1) (2) (3) e (5) presenta significatività statistica. Se si considera la variabile *roa* esplicativa della performance l'anno prima della successione, si evidenzia come al diminuire dei risultati aziendali aumenti la probabilità di turnover, presentando significatività a livello 5% nei modelli (1) e (3). La variabile di interazione *roa\*famceo30* rafforza il coefficiente negativo presentato dal *roa*, portando alla diminuzione della probabilità di cambio di management se i cattivi risultati sono conseguiti dal CEO familiare.

**TABELLA 6.14 Regressione logit, con la variabile dipendente Y=turnover**

<b>TURNOVER</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>6</b>
roa <sub>(t-1)</sub>	-3.902** (1.9739)	-2.1293 (2.068)	-3.873** ( 1.966)	-2.578 (2.022)	-2.904 (2.128)	-2.253 (2.077)
rsales <sub>(t-1)</sub>	-0.0015** (0.00073)	-0.0015** (0.00073)	-0.0016** (0.00072)	-0.001** (0.00069)	-0.00123* (0.000784)	-0.001*** (0.000802)
inthiring <sub>(t-1)</sub>	-0.616** (0.2853)	-0.6293** (0.280)	-0.6216** (0.2856)	-0.579** (0.2808)	-0.5376* (0.2947)	-0.6160** (0.2786)
leverage2 <sub>(t-1)</sub>	0.4141 (0.7518)	0.3900 (0.7566)	-0.0835 (0.9660)	0.32283 (0.7568)	1.016 (0.7756)	0.3184 (0.7729)
dual <sub>(t-1)</sub>	0.0446 (0.2652)	0.0606 (0.2724)	0.0568 (0.2665)	0.0879 (0.2705)	0.1159 (0.269)	0.2295 (0.3431)
ceo_age <sub>(t-1)</sub>	0.0503*** (0.01379)	0.0510*** (0.0142)	0.0503*** (0.01338)	0.043*** (0.0141)	0.0556*** (0.0157)	0.0505*** (0.01427)
uni_degree	0.9453*** (0.3423)	0.9481*** (0.3502)	0.9594*** (0.3416)	1.609*** (0.4987)	1.031*** (0.3592)	0.9645*** (0.3541)
typer	-0.0075 (0.8189)	-0.197 (0.8956)	-0.0122 (0.8045)	-0.0751 (0.82827)	-0.1303 (0.9509)	-0.1519 (0.877)
famceo30 <sub>(t-1)</sub>	-0.915*** (0.3070)	-0.5846* (0.3489)	-1.481* (0.7724)	-0.61471 (0.5394)	-2.927*** (0.6424)	-0.4764 (0.379)
roa*famceo30 <sub>(t-1)</sub>		-4.638 ( 3.143)		-4.394 (3.1549)	-2.6861 (3.6193)	-4.319 (3.200)
leverage2* famceo30 <sub>(t-1)</sub>			1.1505 (1.398)			
uni_degree* famceo30 <sub>(t-1)</sub>				-1.73*** (0.5720)		
child <sub>(t-1)</sub>					-0.2933 (0.7392)	
child* famceo30 <sub>(t-1)</sub>					3.5927*** (0.9746)	
dual* famceo30 <sub>(t-1)</sub>						-0.4039 (0.5031)
costante	-4.916*** (1.223)	-5.011*** (1.26)	-4.663*** (1.2328)	-5.39*** (1.2062)	-6.108*** (1.4018)	-4.974*** (1.2655)
Year	SI	SI	SI	SI	SI	SI
R^2	0.1307	0.1334	0.1317	0.1507	0.198	0.1464
osservazioni	1157	1157	1157	1157	1157	1157

L'interazione della leva del debito con il *famceo30* (variabile  $leverage2 * famceo30$ ) rafforza il coefficiente positivo presentato dalla *leverage2*, più il debito è alto più aumenta la probabilità del verificarsi del turnover se il CEO appartiene alla famiglia. Rispetto al grado di educazione, la variabile *uni\_degree* è riferita al successore ed è pari a 1 se il CEO entrante in carica possiede il diploma di laurea. In tutti i modelli è positiva e statisticamente significativa all'1%, ovvero è più probabile si verifichi il turnover se il manager entrante nel ruolo possiede il diploma di laurea. L'interazione  $uni\_degree * famceo30$  è, invece, riferita al manager familiare uscente e mostra come in presenza della laurea il CEO familiare sia meno propenso a lasciare il ruolo, dovuto alle competenze che detiene che lo spingono a mantenere la carica (significatività all'1%). La presenza di figli da parte del *famceo30* aumenta la probabilità che avvenga il turnover lasciando spazio agli eredi (interazione  $child * famceo30$ ), presentando la significatività all'1%. In presenza di eredi diretti da parte del manager familiare in carica è favorito il ricambio generazionale ed è più propenso a lasciare il ruolo. Infine, l'ultima interazione è riferita all'utilizzo delle azioni duali nell'azienda gestita dal CEO familiare e mostra come, pur non essendo statisticamente significativa, all'aumentare del potere esercitato dalla famiglia diminuisce la probabilità di togliere dal ruolo il parente, per evitare la conseguente diminuzione del loro controllo a livello di gestione. Se si considerano le variabili di controllo relative gli effetti omessi, al diminuire del fatturato aumenta la probabilità di turnover (variabile *rsales*), e all'aumentare dell'età del predecessore (familiare e non) aumenta significativamente la probabilità che l'Amministratore Delegato lasci il suo ruolo. Infine la variabile *int\_hiring*, in riferimento ai manager esterni, mostra come sia difficile licenziare un manager che è stato promosso al ruolo in seguito a una carriera aziendale interna (significatività statistica al 5%).

**TABELLA 6.15 Regressione logit, con la variabile dipendente Y=turnover**

<b>TURNOVER</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>5</b>
roa <sub>(t-1)</sub>	-2.422 (2.137)	-2.212 (2.097)	-2.284 (2.1144)	-2.1027 ( 2.0552)	-2.378 (2.136)
rsales <sub>(t-1)</sub>	-0.00168** (0.00074)	-0.00176** (0.000755)	-0.00171** (0.00751)	-0.0017** (0.000744)	0.0017*** (0.00074)
inthiring <sub>(t-1)</sub>	-0.6403** (0.2833)	-0.6602** (0.2825)	-0.6535** (0.2820)	-0.6562** (0.2835)	-0.6405** (0.2838)
leverage2 <sub>(t-1)</sub>	0.4596 (0.7797)	0.4474 (0.7869)	0.5194 (0.7922)	0.4049 (0.7798)	0.4138 (0.7784)
dual <sub>(t-1)</sub>	0.1188 (0.2818)	0.1257 (0.2823)	0.1307 (0.4846)	0.1102 (0.2810)	0.1119 (0.2817)
ceo_age <sub>(t-1)</sub>	0.0552*** (0.0148)	0.0553*** (0.0151)	0.0568*** (0.0154)	0.0539*** (0.0146)	0.0536*** (0.0148)
uni_degree	0.9325*** (0.3506)	0.9915** (0.3609)	0.9375*** (0.3544)	1.021*** (0.3661)	0.9810*** (0.364)
typer	-0.24184 (0.8662)	-0.2460 (0.8780)	-0.2771 (0.8675)	-0.2419 (0.8859)	-0.2278 (0.8798)
famceo30 <sub>(t-1)</sub>	-0.7661** (0.3869)	-0.6568* (0.3744)	-0.7141** (0.3826)	-0.6910* (0.3802)	-0.735* (0.3864)
roa*famceo30 <sub>(t-1)</sub>	-3.7851 (3.2639)	-5.262 (3.2125)	-4.655 (3.249)	-4.323 (3.235)	-3.876 (3.2626)
ceo_f <sub>(t-1)</sub>	1.444* (0.7541)	-3.5741 (2.74087)	12.214** ( 5.158)	0.1766 (0.4415)	2.6846*** (0.5992)
roa*ceo_f <sub>(t-1)</sub>		95.8906** (38.8106)			
leverage2*ceo_f <sub>(t-1)</sub>			-23.145* (12.161)		
typer* ceo_f <sub>(t-1)</sub>				2.7161*** (0.5192)	
uni_degree* ceo_f <sub>(t-1)</sub>					-1.6429 ( 1.040)
Costante	-5.157*** ( 1.2756)	-5.23*** (1.3048)	-5.273*** (1.3089)	-5.196*** (1.2928)	-5.129*** (1.2754)
Year	SI	SI	SI	SI	SI
R <sup>2</sup>	0.1373	0.1505	0.1426	0.1417	0.1506
osservazioni	1157	1157	1157	1157	1157

I modelli presentati nella Tabella 6.15, rispetto a quelli precedenti, prevedono l’inserimento della variabile *ceo\_f* per portare avanti l’analisi del genere rispetto alla scelta di successione. In tutti i modelli il *famceo30* presenta il coefficiente negativo e statisticamente significativo, e la sua interazione con il *roa* rafforza la negatività del

coefficiente della variabile della performance. Questi risultati sono coerenti con quelli ottenuti precedentemente. La presenza degli Amministratori Delegati di genere femminile aumenta la probabilità del turnover e presenta significatività statistica nei modelli (1), (3) e (5). Questo dato mostra come le donne, familiari o esterne, dopo aver ricoperto la carica per svariati anni tendano a lasciare il ruolo. In particolare, sono poi state costruite le interazioni tra il manager donna e le variabili *roa* e *leverage2*. Nella prima interazione (*roa\*ceo\_f*) il coefficiente è altamente positivo e statisticamente significativo al 5%, poiché le donne tendono a lasciare il ruolo quando le aziende presentano una buona performance riconducibile alle loro capacità manageriali<sup>55</sup>. Se si considera la leva la significatività è al 10% e il coefficiente è altamente negativo, ovvero l'uscita dal ruolo della donna avviene in presenza di aziende non indebitate. Dal punto di vista settoriale, quando l'Amministratore femminile lavora in settori ad alta intensità di investimento in R&D aumenta significativamente la probabilità di turnover. Infine, in presenza del diploma di laurea, così come per il *famceo30*, anche per le donne diminuisce la probabilità del cambio di ruolo preferendo ricoprire la carica più a lungo. I risultati ottenuti con le variabili di controllo sono coerenti con quelli di Tabella 6.14.

La seguente Tabella 6.16 presenta l'aggiunta nei modelli delle variabili relative al Consiglio di Amministrazione. La variabile riferita alla CEO-duality (*ceo\_chair*) presenta il coefficiente negativo, ma non statisticamente significativo. In presenza di sovrapposizione di ruolo tra Presidente e manager diminuisce la probabilità del cambio di carica, non favorendo il passaggio di ruolo a un nuovo manager. In relazione ai risultati di performance la variabile di interazione presenta coefficiente positivo, cioè la probabilità di turnover da parte del manager-Presidente aumenta all'aumentare della performance. Quando la famiglia è presente nel Consiglio di Amministrazione, diminuisce la probabilità di successione (variabile *famfond\_cda*). Questa condizione è riconducibili all'esercizio del potere da parte della famiglia che è restia ai cambi di management, specialmente quando nel ruolo vi è un proprio parente.

---

<sup>55</sup> La tabella 6.9 mostra i risultati delle donne nelle imprese familiari rispetto agli uomini: roe, mtb e q di Tobin sono maggiori per le donne, le quali tendono a preferire una gestione aziendale che fa un minor utilizzo di debito.

**TABELLA 6.16 Regressione logit, con la variabile dipendente Y=turnover**

<b>TURNOVER</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>5</b>
roa <sub>(t-1)</sub>	-2.155 ( 2.108)	-2.409 (2.127)	-2.1835 (2.100)	-9.0188** (4.395)	-2.2000 (2.0377)
rsales <sub>(t-1)</sub>	-0.00159** (0.000730)	-0.00156** (0.000748)	-0.00153** (0.000751)	-0.00164** (0.000749)	0.00175** (0.000762)
inthiring <sub>(t-1)</sub>	-0.625** (0.2800)	-0.6221** (0.2785)	-0.6202** (0.2770)	-0.5117* (0.2866)	-0.6496** (0.2867)
leverage2 <sub>(t-1)</sub>	0.3952 (0.7595)	0.3785 (0.7594)	0.3936 (0.7492)	0.3206 (0.7331)	0.36061 (0.7361)
dual <sub>(t-1)</sub>	0.0594 (0.2735)	0.05959 (0.2777)	0.0479 (0.2745)	0.1107 (0.2810)	0.0407 (0.2735)
ceo_age <sub>(t-1)</sub>	0.0514*** (0.01447)	0.0509*** (0.01466)	0.0517*** (0.0143)	0.05098*** (0.01442)	0.0521*** (0.0143)
uni_degree	0.9521*** (0.3553)	0.9520*** (0.3534)	0.95688*** (0.3514)	0.9734*** (0.347)	0.9438** (0.3471)
typer	-0.1748 (0.9168)	-0.4210 (1.189)	-0.1573 (0.9062)	-0.2231 (0.9158)	-0.1201 (0.92038)
famceo30 <sub>(t-1)</sub>	-0.5587 (0.3849)	-0.4623 (0.41327)	-0.5894* (0.3533)	-0.5756 (0.3588)	-0.58740* (0.3511)
roa*famceo30 <sub>(t-1)</sub>	-4.618 (3.1554)	-6.356* (3.3866)	-4.624 (3.150)	-5.115* (3.100)	-4.688 (3.119)
ceo_chair <sub>(t-1)</sub>	-0.0526 (0.3528)	-0.2332 (0.447)			
roa*ceo_chair <sub>(t-1)</sub>		2.865 (4.440)			
famfond_cda <sub>(t-1)</sub>			-0.1139 (0.2891)	-0.7857 (0.5183)	
roa*famfond_cda <sub>(t-1)</sub>				8.239* (4.291)	
star <sub>(t-1)</sub>					-0.20255 (0.2616)
costante	-5.044*** (1.2674)	-4.966*** (1.2817)	-4.9348*** (1.2512)	-4.317*** (1.290)	-4.967*** (1.2639)
Year	SI	SI	SI	SI	SI
R <sup>2</sup>	0.1334	0.1341	0.1335	0.1568	0.1342
osservazioni	1157	1157	1117	1117	1157

La sua interazione con il *roa*, però, è positiva e statisticamente significativa al 10%, aumenta la probabilità del passaggio di ruolo per le aziende che presentano la famiglia nel C.d.A. e hanno ottenuto buoni risultati in termini di performance. Infine, la quotazione nel

segmento *STAR* della Borsa italiana fa diminuire la probabilità di successione, andando a favorire la continuità aziendale.

La tabella 6.17 prevede modelli in cui non è più presente la variabile della performance *roa*, ma in cui è utilizzata la variabile del Market to Book (*mtb*) per comprendere se la valutazione positiva da parte del mercato aumenta la probabilità al verificarsi della successione. Al diminuire del Market to Book aumenta la probabilità di turnover, ma tutti i modelli non sono supportati dalla significatività statistica. La presenza del *famceo30* conferma i risultati ottenuti già nelle analisi precedenti: in presenza di manager appartenenti alla famiglia diminuisce significativamente la probabilità di turnover. Il coefficiente negativo presentato dalla variabile di interazione tra *mtb\*famceo30* mostra che il turnover con il *famceo30* uscente sia più probabile quando il valore di mercato dell'azienda diminuisce rispetto al suo valore contabile. Anche la variabile *ceo\_f* conferma i risultati precedenti: in presenza di Amministratore Delegato di genere femminile aumenta significativamente la probabilità di turnover. La probabilità che la donna lasci il ruolo ad un nuovo manager aumenta al diminuire della valutazione da parte del mercato, ovvero quando l'azienda che l'Amministratore Delegato di genere femminile gestisce diminuisce in termini di valore aumenta la probabilità del cambio di ruolo. Come nella Tabella 6.16 la quotazione dell'impresa nel segmento *STAR* della Borsa italiana fa diminuire la probabilità di turnover, ma l'interazione tra *star\*ceo\_f* è significativa all'1% e mostra l'aumento della probabilità di turnover se l'azienda gestita dalla donna è quotata nel segmento *STAR*. I coefficienti delle variabili *ceo\_chair* e *famfond\_cda* sono coerenti con i risultati trovati nei modelli precedenti. L'interazione *mtb\*ceo\_chair* non è statisticamente significativa e presenta coefficiente positivo, ovvero il manager-Presidente è propenso a lasciare il ruolo quando l'azienda presenta una valutazione positiva da parte dal mercato. Allo stesso modo *mtb\*famfond\_cda* ha coefficiente positivo ma presenta significatività statistica, ovvero la famiglia favorirà il passaggio di ruolo quando l'azienda crea valore e ha una buona percezione da parte del mercato. I risultati ottenuti con le variabili di controllo sono coerenti con quelli di Tabella 6.14.

**TABELLA 6.17 Regressione logit, con la variabile dipendente Y=turnover**

<b>TURNOVER</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>6</b>
mtb <sub>(t-1)</sub>	-0.0214 (0.067)	-0.0224 (0.0644)	-0.0224 (0.0620)	-0.0219 (0.0617)	-0.0263 (0.0678)	-0.2248 (0.1942)
rsales <sub>(t-1)</sub>	-0.00156** (0.00699)	-0.00171** (0.000713)	-0.00172** (0.000709)	-0.0020*** (0.000706)	-0.00165** (0.000715)	-0.00146* (0.000761)
inthiring <sub>(t-1)</sub>	-0.6701** (0.2868)	-0.6890** (0.2905)	-0.6922** (0.291)	-0.7301** (0.2976)	-0.6717** (0.2088)	-0.6539** (0.2849)
leverage1 <sub>(t-1)</sub>	0.0359 (0.0259)	0.0384 (0.0256)	0.0368 (0.0253)	0.03075 (0.02642)	0.0357 (0.0274)	0.0394 (0.02517)
dual <sub>(t-1)</sub>	-0.0439 (0.261)	0.0285 (0.2740)	0.0272 (0.2738)	0.0024 (0.2732)	-0.0391 (0.2745)	-0.0592 (0.267)
ceo_age <sub>(t-1)</sub>	0.0524*** (0.0134)	0.0578*** (0.0143)	0.0584*** (0.01443)	0.0587*** (0.0144)	0.0536*** (0.0137)	0.0503*** (0.0135)
uni_degree	1.003*** (0.3377)	0.9938*** (0.3407)	1.011*** (0.3409)	1.0742*** (0.3496)	1.026*** (0.3462)	0.98826*** (0.3429)
typer	-0.4091 (0.881)	-0.4941 (0.8629)	-0.5134 (0.86857)	-0.3769 (0.8957)	-0.83257 (1.1803)	-0.3679 (0.8918)
famceo30 <sub>(t-1)</sub>	-0.9162** (0.445)	-1.0925** (0.4576)	-1.1247** (0.45653)	-1.1307** (0.4495)	-0.5074 (0.5990)	-0.9556** (0.4546)
mtb*famceo30 <sub>(t-1)</sub>	-0.0186 (0.1846)	-0.0054 (0.1792)	0.01605 (0.1773)	0.0275 (0.1699)	-0.3254 (0.3622)	0.0211 (0.1999)
ceo_f <sub>(t-1)</sub>		1.814*** (0.6973)	2.885* (1.4544)	0.68211 (0.4498)		
mtb*ceo_f <sub>(t-1)</sub>			-1.187 (1.204)			
star <sub>(t-1)</sub>				-0.27905 (0.2633)		
star*ceo_f <sub>(t-1)</sub>				2.539*** (0.5296)		
ceo_chair <sub>(t-1)</sub>					-0.5524 (0.5977)	
mtb*ceo_chair <sub>(t-1)</sub>					0.3523 (0.3638)	
famfond_cda <sub>(t-1)</sub>						-0.3493 (0.458)
mtb*famfond_cda <sub>(t-1)</sub>						0.2117 (0.1944)
costante	-5.264*** (1.176)	-5.439*** (1.2093)	-5.493*** (1.217)	-5.474*** (0.1.224)	-5.308*** (1.159)	-4.8565*** (1.223)
Year	SI	SI	SI	SI	SI	SI
R^2	0.13	0.1359	0.137	0.1409	0.1322	0.1318
osservazioni	1166	1166	1166	1166	1166	1166

### 6.3.3.2 *turnover\_intint*

L'analisi ora si concentra specificatamente sulla scelta della continuità interna, per verificare se le ipotesi formulate in precedenza<sup>56</sup> siano supportate dalla significatività statistica. I modelli riportati nelle Tabelle 6.18, 6.19 e 6.20 sono stati costruiti prendendo in esame le variabili esplicative dei determinanti ipotizzati, per verificare se favoriscano la probabilità di turnover interno. I modelli sono stati costruiti partendo dalla variabile di interesse (*child\_yes*), a cui poi sono state aggiunte delle variabili di controllo per evitare la distorsione derivante dagli effetti omessi, tra cui rientrano quelle esplicative dei determinanti. I diversi modelli sviluppati si differenziano per la variabile della performance, la *q* di Torbin, il livello di debito dell'impresa e per gli aspetti del Consiglio di Amministrazione. La tabella 6.18 presenta tutti i modelli costruiti con la variabile *roa*, la tabella 6.19 quelli con la variabile *qtobin* e la 6.20 quelli che considerano il debito (*leverage1*).

La regressione è stata applicata al campione costituito dalle osservazioni riferite all'anno del turnover (*t*) e all'anno precedente (*t-1*). Questa analisi ci permette, nello specifico, di determinare quali siano i fattori e le condizioni che aumentano la probabilità di continuità interna, piuttosto che l'esternalizzazione della carica fuori dalla famiglia.

È importante sottolineare come la variabile *child\_yes*, ovvero la presenza di figli da parte del *famceo30* uscente indipendentemente dal genere e del numero, presenti coefficiente positivo e sia sempre statisticamente significativa. In presenza di figli aumenta la probabilità di continuità interna del ruolo manageriale, così da mantenere il controllo familiare anche a livello gestionale. Considerando la variabile del *roa*, è sempre positiva ma mai statisticamente significativa: in presenza di buone performance aumenta la probabilità di successione interna. Anche le variabili *qtobin* e *leverage1* non sono mai statisticamente significative (solo *leverage 1* nel modello 3), ma mostrano come al diminuire del debito è preferita la successione interna, così come all'aumentare del valore di mercato dell'impresa.

---

<sup>56</sup> Sono riportate esplicitamente nel Capitolo 4 e sono state sviluppate a partire dal lavoro di Ansari, Georgen et al (2014).

**TABELLA 6.18** Regressione logit, con la variabile dipendente Y=turnover\_intint

<b>TURNOVER_INTINT</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>
child_yes <sub>(t-1)</sub>	3.380*** (1.165)	3.940*** (1.35)	3.6089*** (1.1607)
roa <sub>(t-1)</sub>	4.4505 (7.894)	6.6319 (7.8405)	3.7087 (7.7607)
firmage <sub>(t-1)</sub>	0.0137 (0.0098)	0.01933** (0.0095)	0.0104* (0.0055)
dual <sub>(t-1)</sub>	1.464* (0.8545)	1.4977 (0.9392)	1.3374 (0.8894)
ceo_age <sub>(t-1)</sub>	0.1099 (0.0732)	0.1118* (0.0661)	0.1096 (0.0752)
uni_degree	-1.7749 (1.098)	-1.5919* (0.9408)	-1.6153 (1.050)
child*uni_degree	-1.581 (1.4368)	-2.7607* (1.5019)	-1.651 (1.441)
typer	-0.5398 (0.9194)	-0.4912 (0.6646)	-0.17949 (0.7165)
famfond_cda <sub>(t-1)</sub>	0.7598 (1.812)		
ceo_chair <sub>(t-1)</sub>		1.929 (1.2534)	
star <sub>(t-1)</sub>			-0.6863 (0.8449)
costante	-11.18** (4.9067)	-12.108*** (3.987)	-10.308 *** (3.7435)
YEAR	NO	NO	NO
R^2	0.3365	0.3847	0.3392
osservazioni	129	129	129

Questi risultati, pur in mancanza di significatività statistica, confermano l'ipotesi 2: in presenza di buone performance aumenta la probabilità di promozione al ruolo di un parente. La variabile dual, presente in tutti i modelli, indica la presenza nel capitale dell'azienda delle azioni duali, strumento utilizzato dalla famiglia per rafforzare il potere all'interno dell'azienda. Il coefficiente è sempre positivo ed è anche statisticamente significativo, ovvero all'aumentare del potere della famiglia all'interno dell'azienda, aumenta la probabilità di turnover interno ( questo risultato conferma l'ipotesi 1).

**TABELLA 6.19** Regressione logit, con la variabile dipendente Y=turnover\_intint

<b>TURNOVER_INTINT</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>
child_yes <sub>(t-1)</sub>	3.586*** (1.123)	3.866*** ( 1.0946)	3.8033*** ( 1.137)
qtobin <sub>(t-1)</sub>	0.28007 (0.2641)	0.1700 (0.2475)	0.2826 (0.2299)
firmage <sub>(t-1)</sub>	0.0112 (0.0110)	0.01614* (0.00834)	0.0095* (0.0056)
dual <sub>(t-1)</sub>	1.4429* (0.8477)	1.545 (1.9472)	1.365 (0.9182)
ceo_age <sub>(t-1)</sub>	0.1150 (0.0726)	0.1171* (0.0689)	0.1135 (0.0703)
uni_degree	-1.493* (0.8781)	-1.256* (0.7301)	-1.4316 (0.8764)
child*uni_degree	-1.792 (1.281)	-2.8064* ( 1.568)	-1.814 (1.2746)
typer	-0.5685 (0.9826)	-0.3925 (0.8384)	-0.2589 (0.7335)
famfond_cda <sub>(t-1)</sub>	0.4552 ( 2.019)		
ceo_chair <sub>(t-1)</sub>		1.5632 (1.119)	
star <sub>(t-1)</sub>			-0.6768 (0.8383)
costante	-11.292** (5.024)	-11.953*** (4.1602)	-10.741*** (3.7754)
YEAR	NO	NO	NO
R <sup>2</sup>	0.3399	0.3733	0.3458
osservazioni	130	130	130

L'ipotesi 3 è relativa all'appartenenza delle aziende ai settori ad alta intensità di investimento in Ricerca e Sviluppo (variabile *typer*), e i modelli sviluppati mostrano che nelle aziende che operano in tali tipologie settoriali diminuisce la probabilità di turnover interno. Anche questa ipotesi è supportata dai dati relativi le imprese familiari italiane, ma senza significatività statistica.

**TABELLA 6.20** Regressione logit, con la variabile dipendente  $Y=\text{turnover\_intint}$

<b>TURNOVER_INTINT</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>
child_yes <sub>(t-1)</sub>	3.4700*** (1.332)	3.981*** (1.367)	3.958*** (1.3619)
leverage1 <sub>(t-1)</sub>	-1.093 (0.8071)	-1.278 (0.8314)	-1.251* (0.7220)
firmage <sub>(t-1)</sub>	0.01630* (0.0083)	0.0219** (0.0103)	0.0143*** (0.0055)
dual <sub>(t-1)</sub>	1.869* ( 1.044)	1.9252* (1.068)	1.7733 (1.1129)
ceo_age <sub>(t-1)</sub>	0.1069* (0.0632)	0.1176** (0.0595)	0.1022 (0.06438)
uni_degree	-1.356 (0.9885)	-1.106 (0.7541)	-1.0904 (1.9182)
child*uni_degree	-2.1810* (1.310)	-3.363** ( 1.6798)	-2.408* (1.2972)
typer	-0.2601 (0.9560)	-0.14091 (0.7962)	-0.4201 (0.8730)
famfond_cda <sub>(t-1)</sub>	0.6590 (1.6686)		
ceo_chair <sub>(t-1)</sub>		1.8518* (1.118)	
star <sub>(t-1)</sub>			-1.3200 (0.8907)
costante	-10.068** (4.1283)	-11.312*** (3.9385)	-9.114*** ( 3.5617)
YEAR	NO	NO	NO
R <sup>2</sup>	0.3711	0.4298	0.3914
Osservazioni	130	128	130

La variabile *uni\_degree* e l'interazione *child\*uni\_degree* sono riferite al nuovo manager entrante in carica nell'anno  $t$ , al posto del *famceo30* uscente dal ruolo. La prima variabile presenta sempre il coefficiente negativo, il turnover interno tende ad avvenire quando il nuovo CEO familiare non presenta un diploma di laurea. In particolare, l'interazione con la variabile dei figli rafforza il coefficiente negativo, presentando la significatività al 10%. I figli vengono promossi anche in assenza di reale merito e di reali conoscenze e competenze, dando luogo al fenomeno del nepotismo per cui sono favoriti i propri parenti

a causa della loro relazione familiare ed indipendentemente dalle loro reali abilità e competenze. Questi risultati non permettono di confermare l'ipotesi 4, secondo cui in presenza di un titolo di laurea da parte degli eredi del CEO uscente aumenta la probabilità di successione interna alla famiglia, poiché vengono promossi anche in assenza di tale titolo. Le variabili *famfond\_cda*, *ceo\_chair* e *star* servono per analizzare quanto l'indipendenza del Consiglio di Amministrazione favorisca la probabilità di turnover interno. In tutti i modelli riportati nelle tre tabelle in cui è presente la variabile relativa la presenza della famiglia nel Consiglio, il coefficiente è positivo ma non statisticamente significativo. All'aumentare della sua presenza nel C.d.A., quindi al diminuire dell'indipendenza del Consiglio, aumenta la probabilità del turnover interno. Ugualmente, la variabile rispetto alla CEO-duality mostra che in presenza di sovrapposizione dei due ruoli, quindi non indipendenza del C.d.A, aumenta la probabilità di turnover interno. Anche per questa variabile, come quella precedente, tutti i coefficienti sono positivi e presenta significatività statistica solo nel modello 2 presente in Tabella 6.20. Infine, la quotazione nel segmento STAR della Borsa italiana da parte dell'azienda fa diminuire la probabilità di turnover interno. In questo segmento di mercato sono necessari dei vincoli minimi in termini di indipendenza del C.d.A., a prova che un Consiglio di Amministrazione indipendente non favorisca il turnover interno. Questi risultati, pur presentando poca significatività statistica supportano l'ipotesi 5.

L'ultima tabella riportata (Tabella 6.21) è stata costruita con modelli che rappresentassero le variabili relative gli eredi e il loro genere. Queste analisi permettono di poter fare affermazioni in merito alle ipotesi 6.a e 6.b, sulla continuità interna in relazione alla presenza degli eredi da parte del manager familiare uscente. Tutti i modelli presentanti risultano poco significativi, e l'analisi si concentra sugli eredi di genere maschile a causa della poca disponibilità di dati relativamente la presenza femminile. Come già presentato nei modelli precedenti, in presenza di figli (*child\_yes*), indipendentemente dal genere e dal numero, aumenta la probabilità di un turnover interno (modello 1). La variabile *both\_gender*, nel modello (2), presenta il coefficiente positivo: in presenza di figli di entrambi i generi aumenta la probabilità di turnover interno. Questi risultati confermano

l'ipotesi 6.a sulla continuità interna in presenza di eredi femmine e maschi. Quando il *famceo30* ha solo figli di genere maschile aumenta la probabilità di successione familiare, andando a preferire la continuità familiare della carica. Questo risultato ci permette di accettare l'ipotesi 6.b, pur in assenza di significatività statistica. Infine, nel modello in colonna (4) si considera quanto la numerosità di figli maschi aumenta la probabilità di turnover interno e la promozione la ruolo di uno degli eredi. All'aumentare della presenza di figli di genere maschile aumenta la probabilità di promuovere al ruolo di CEO uno di questi.

**TABELLA 6.21 Regressione logit, con la variabile dipendente Y=turnover\_intint**

<b>TURNOVER_INTINT</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>4</b>
roa <sub>(t-1)</sub>	4.311 (6.679)	3.205 (5.735)	0.6643 (4.402)	3.338 (5.566)
dual <sub>(t-1)</sub>	1.035 (0.866)	0.5305 (0.7533)	0.8134 (0.8232)	0.7258 (0.7616)
ceo_age <sub>(t-1)</sub>	0.0907* (0.0549)	0.1090** (0.0533)	0.1127* (0.0598)	0.1058** (0.0486)
uni_degree	-2.134** (1.062)	-1.9491* (1.0531)	-1.384 (0.8849)	-1.854** (0.8899)
child_yes <sub>(t-1)</sub>	2.323* (1.3599)			
both_gender <sub>(t-1)</sub>		1.6161 (1.1395)		
son_solo <sub>(t-1)</sub>			0.74146 (1.392)	
son_number <sub>(t-1)</sub>				0.7900 (0.5172)
costante	-8.149*** (2.793)	-8.371*** (2.9564)	-8.603*** (3.441)	-8.4182*** (2.800)
YEAR	NO	NO	NO	NO
R <sup>2</sup>	0.2905	0.2304	0.1915	0.2422
Osservazioni	129	129	129	129

## CAPITOLO 7 Conclusione

Con il termine impresa familiare si fa riferimento alla categoria aziendale in cui la famiglia proprietaria detiene una quota di capitale elevata, che consente l'esercizio del controllo. Le imprese familiari si contraddistinguono per l'altro grado di proprietà, controllo e management in mano ai membri della famiglia (Bertrand e Shoar).

La successione è l'elemento distintivo di questa categoria aziendale, in cui la famiglia proprietaria ha il forte desiderio di tramandare l'impresa internamente, portandola spesso a non prendere le decisioni che risulterebbero più opportune per la crescita aziendale, ma privilegiando scelte spinte da legami affettivi

Il presente lavoro di tesi si pone l'obiettivo di studiare la successione nel contesto delle imprese familiari quotate in relazione agli eredi, alle differenze di genere e alla performance. Le imprese studiate sono quotate presso la Borsa di Milano.

In primo luogo, dal punto di vista del genere è emersa la presenza del fenomeno del "*glass ceiling*" e della *segregazione verticale*, relative alla possibilità delle donne di raggiungere posizioni lavorative apicali. Il termine "*glass ceiling*" (il c.d. soffitto di vetro) indica la presenza di barriere invisibili, con cui le donne si trovano ad interfacciarsi nel contesto lavorativo. In Italia è ancora presente ed evidente la difficoltà per le donne, specialmente in assenza di legami di parentela con la famiglia proprietaria, nell'avanzamento di carriera. Oltre la metà dei CEO di genere femminile è anche un manager familiare, mentre le donne esterne alla famiglia sono solamente l'1% di tutti i CEO esterni. Questo fenomeno non è legato ad un inferiore livello di educazione delle donne, le quali in termini medi percentuali (seppure siano presenti in numero elevatamente inferiore) presentano un valore di CEO laureati maggiore rispetto agli uomini. Le donne gestiscono aziende di dimensioni inferiori e percepiscono una remunerazione totale annuale inferiore rispetto agli uomini. Inoltre, se si considera la politica direzionale che portano avanti, i CEO di genere femminile prediligono una gestione aziendale meno rischiosa e fanno un uso inferiore agli uomini del debito come fonte di finanziamento.

I manager membri della famiglia proprietaria tendono a ricoprire la carica gestionale per un vasto arco temporale, e quando ha luogo la successione devono decidere se prediligere la continuità familiare o l'esternalizzazione del ruolo. In presenza di eredi diretti del CEO familiare uscente, indipendentemente dal genere dei figli e dalla loro numerosità, nel contesto nazionale è preferita l'esternalizzazione della carica rispetto alla continuità interna. In particolare, al posto del CEO familiare uscente non è mai promossa al ruolo l'erede di genere femminile. Oltre il 70% delle successioni in cui sono presenti figli sono relative la promozione al ruolo di un CEO professionale.

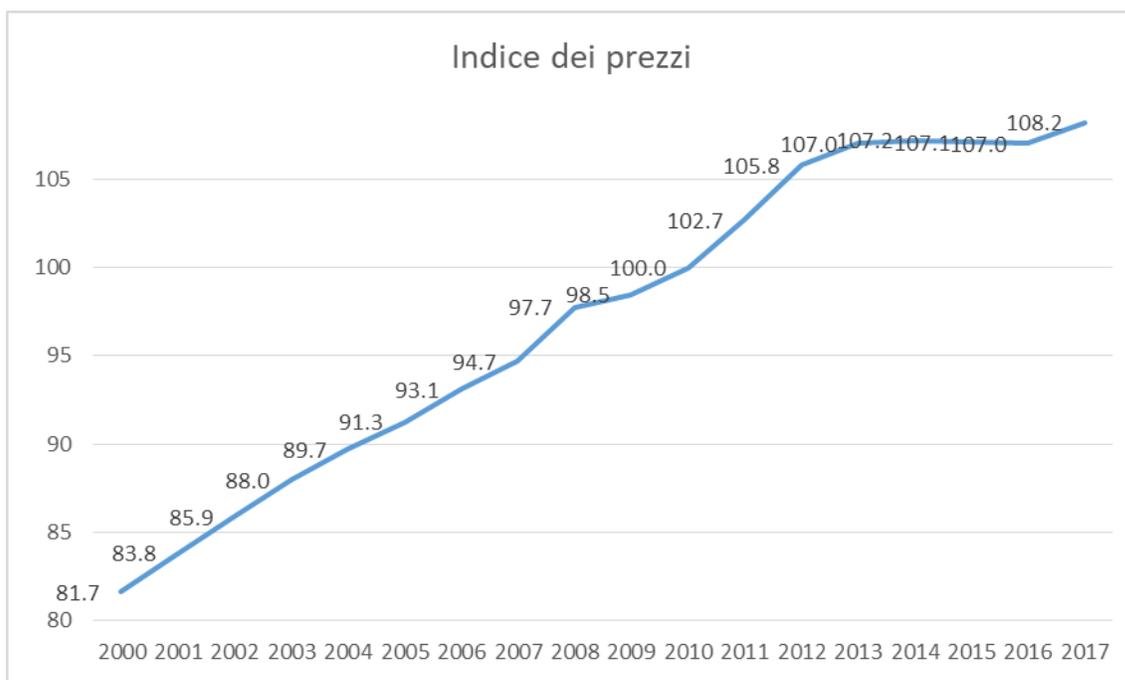
È quindi importante evidenziare quali siano le principali differenze tra i CEO interni alla famiglia e quelli esterni: questi ultimi presentano in media un livello di educazione più elevato, ottengono risultati di performance medi più elevati e prediligono una gestione aziendale basata sul debito come fonte di finanziamento.

La regressione ha permesso di studiare i fattori che favoriscono la probabilità che la successione abbia luogo, nelle imprese familiari quotate. In presenza di CEO familiari diminuisce il verificarsi della successione, poiché diversamente dagli esterni tendono a rimanere in carica per più anni (presentano un valore maggiore anche rispetto alla variabile *tenure*). Quando le performance aziendali diminuiscono aumenta la probabilità di cambio del ruolo di CEO, ed in particolare il coefficiente si rafforza se i pessimi risultati sono attribuibili al manager familiare. La presenza di eredi diretti da parte del CEO familiare uscente favorisce il passaggio di carica ad un nuovo Amministratore Delegato, indipendentemente dal legame di parentela con il predecessore. Infine, la presenza di CEO donne aumenta la probabilità di turnover, incentivando la loro uscita dal ruolo e ricoprendo la carica per un numero di anni inferiore agli uomini.

## Allegati

Nel presente allegato sono riportate le tabelle esplicative come approfondimento alle analisi del Capitolo 6.

**TABELLA 1** Indice nazionale dei prezzi al consumo per le famiglie (Anno base 2010).



Il grafico in Tabella 1 riporta l'indice dei prezzi, rappresentato dalla variabile *spi2010*. Viene considerato il 2010 come anno base ed è utilizzato per passare dai valori nominali delle variabili economiche ai valori reali, e consentire il confronto tra anni diversi.

TABELLA 2 Panoramica sui CEO rispetto all'appartenenza ad imprese che operano in settori con alta intensità di investimenti in R&D (*typer==1*).

<b>VARIABILE</b>	<b>Obs</b>	<b>mean</b>	<b>std.dev.</b>	<b>min</b>	<b>max</b>
<i>famceo30</i>	641	0.5897	0.4922	0	1
<i>ceo_chair</i>	612	0.4019	0.4906	0	1
<i>tenure</i>	641	8.156	6.1466	1	29
<i>rtotcomp_ceo</i>	590	1018.732	2129.741	89.6704	44972.44

TABELLA 3 Panoramica sulla dimensione delle imprese a seconda del settore di appartenenza.

*typer==1*

<b>VARIABILE</b>	<b>obs</b>	<b>mean</b>	<b>std.dev.</b>	<b>min</b>	<b>max</b>
<i>rsales</i>	639	1925150	8436270	31788.12	8.11e+07
<i>salesgrowth</i>	589	0.0373	0.21208	-0.7298	2.8621
<i>empl</i>	639	8304.905	27797.92	85	220194

*manuf==1*

<b>VARIABILE</b>	<b>obs</b>	<b>mean</b>	<b>std.dev.</b>	<b>min</b>	<b>max</b>
<i>rsales</i>	1291	1454757	6061824	16307.56	8.11e+07
<i>salesgrowth</i>	1185	0.0289	0.1940	-0.72982	2.8621
<i>empl</i>	1291	6052.851	20431.41	84	220194

*utility==1*

<b>VARIABILE</b>	<b>obs</b>	<b>mean</b>	<b>std.dev.</b>	<b>min</b>	<b>max</b>
<i>rsales</i>	105	1658294	2564840	60391	1.18e+07
<i>salesgrowth</i>	94	0.06970	0.2991	-0.80928	1.44075
<i>empl</i>	105	2707.343	3734.656	141	15979

*tertiary==1*

<b>VARIABLE</b>	<b>obs</b>	<b>mean</b>	<b>std.dev.</b>	<b>min</b>	<b>max</b>
<i>rsales</i>	135	1118885	1277142	38281.51	4295069
<i>salesgrowth</i>	119	0.0747	0.18385	-0.49419	0.7396
<i>empl</i>	135	4246.111	4125.461	77	20881

TABELLA 4 Panoramica sui valori di debito ed equity in termini reali.

`summarize requity rdebtot if famceo30==1`

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
<i>requity</i>	825	378954.2	680187.4	-115090.7	5703330
<i>rdebtot</i>	825	282481.9	573041.5	0	4079264

`summarize requity rdebtot if famceo30==0`

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
<i>requity</i>	705	721749.6	1577029	-106096.1	1.42e+07
<i>rdebtot</i>	705	1156437	3991856	0	3.90e+07

## Bibliografia

ABRARDI L., RONDI L., *Ownership and performance in the Italian stock exchange: the puzzle of family firms*, Journal of Industrial and Business Economics, 2020

AHRENS J.P., LANDMANN A.M WOYWODE M., *Gender preferences in the CEO successions of family firms: Family characteristics and human capital of the successor*, Journal of Family Business Strategy, 2013

ANSARI I. F., GOERGEN M., MIRA S., *The determinants of the CEO successor Choice in Family Firms*, 2014

BALTRUNAITE A., BRODI E., MOCETTI S., *Aspetti proprietari e di governance delle imprese italiane: nuove evidenze ed effetti sulla performance delle imprese*, Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza, 2019

BENFRATELLO L., MARGON D., RONDI L., SEMBENELLI A., VANNONI D., ZELLI S., ZITTINO M., *Il nuovo panel Ceris su dati di impresa 1977-1997*, Working paper CERIS-CNR Anno 3, N. 5/2001

BENNESEN M., NIELSEN K., PEREZ-GONZALEZ F., WOLFENZON D., *Inside the family firm: the role of families in succession decision and performance*, National Bureau of Economic Research, Working Paper 12356, 2006

BERTRAND M., SHOAR A., *The role of family in family firms*, Journal of Economic Perspectives, Vol. 20 Number 2, 2006

BOYD B., *CEO duality and firm performance: a contingency model*, Strategic Management Journal Vol 16. 301-312 , 1995

BRUNELLO G., GRAZIANO C., PARIGI B. M., *CEO turnover in insider-dominated board: The Italian case*, Journal of Banking and Finance, 2003

BURKART M., PANUNZI K., SHLEIFER A., *Family Firms*, Burkart, Panunzi & Shleifer, The Journal of Finance, VOL.LVIII, NO.5, 2003

CAMPOPIANO G., DE MASSIS A., RINALDI F. R., SCIASCIA S., *Woman's involvement in family firms: progress and challenges for future research*, Journal of Family Business Strategy, 2017

CAROLINE F. V., MICHELLE A. D., *An examination of the challenges daughters face in family business succession*, 2005

CASELLI F., GENNAIOLI N., *Dynastic management*, Economic Inquiry, Vol.51 No.1, 2013

CORBETTA G., MINICHILLI A., QUARANTO F., *Dieci anni di capitalismo familiari X Osservatorio AUB*, Osservatorio AUB fondato da AldAF/UniCredit/Bocconi, 2017

CORBETTA G., MINICHILLI A., QUARANTO F., *Osservatorio AUB\* su tutte le Aziende Familiari di medie e grandi dimensioni*, Osservatorio AUB fondato da AldAF/UniCredit/Bocconi, 2011

CUCCELELLI M., MICUCCI G., *Family succession and firm performance: evidence from Italian family firms*, Journal of Corporate Finance, 2008

DELL'ATTI A., *Il passaggio generazionale nelle imprese familiari*, Cacucci Editore, 2007

ENRIQUES L., *La corporate governance delle società quotate italiane: sfide e opportunità*, Dipartimento di Economia dell'Università di Trento, 2011

GIACOMELLI S., TRENTO S., *Proprietà, controllo e trasferimenti nelle imprese italiane. Cosa è cambiato nel decennio 1993-2003?*, Banca d'Italia Numero 550, Giugno 2005

GRAZIANO C., RONDI L., *Product market competition, executive compensation and CEO family ties*, Review of Industrial Organization, Springer, 2020

KHANNA T., PALEPU K., *Is Group Affiliation Profitable in Emerging Markets? An Analysis of Diversified Indian Business Groups*, The Journal of Finance, Vol.55, No.2, 2000

LA PORTA R., LOPEZ DE SILANES F., *Corporate Ownership around the world*, The Journal of Finance, 1998

MELIS A., *Corporate Governance in Italy*, Blackwell Publisher, Vol.8 Number 4, 2000

PEREZ-GONZALEZ F., *Inherited control and firm performance*, The American Economic Review Vol. 96, pp. 1559-1588 (30 pages), 2006

RECHNER P., DALTON R., *CEO duality and organizational performance: a longitudinal analysis*, Strategic Management Journal Vol 12. 155-160, 1991

SHARMA P., CHRISMAN J.J., PABLO A., CHUA J., *Determinants of initial satisfaction with the succession process in family firms; a conceptual model*, Entrepreneurship: Theory and Practice, 2001

SMITH N., SMITH V., VERNER, M., *Do women in top management affect firm performance? A panel study of 2500 Danish Firms*, Munich Personal RePEc Archive, 2006

VILLALONGA B., AMIT R., *How do family ownership, management, and control affect firm value?*, 2004

ZELLWEGER T. M., NASON R.S., *A stakeholder perspective on family firm performance*, Family Business Review, vol. XXI, no.3, 2008

ZELLWEGER T. M., NASON R. S., NORDQVIST M., BRUSH C.G., *Why do family firms strive for nonfinancial goals? An organizational identity perspective*, E T & P: SAGE Journals , 2011

## Sitografia

<https://it.businessinsider.com/la-radiografia-delle-imprese-familiari-italiane-che-forniscono-il-70-delloccupazione-del-paese>

[www.aidaf.it/aidaf/le-imprese-familiari](http://www.aidaf.it/aidaf/le-imprese-familiari)

[https://www.corriere.it/cronache/14\\_marzo\\_08/quote-rosa-che-cosa-cambiato-aziende-la-legge-golfomosca-6c054574-a694-11e3-bbe4-676bb1ea55e1.shtml](https://www.corriere.it/cronache/14_marzo_08/quote-rosa-che-cosa-cambiato-aziende-la-legge-golfomosca-6c054574-a694-11e3-bbe4-676bb1ea55e1.shtml)

[https://www.aidaf.it/wp-content/uploads/2018/03/3%C2%B0-Osservatorio-AUB\\_-2011.pdf](https://www.aidaf.it/wp-content/uploads/2018/03/3%C2%B0-Osservatorio-AUB_-2011.pdf)

<https://www.borsaitaliana.it/azioni/mercati/star/home-star/segmento-star.htm>

[https://www.aidaf.it/wp-content/uploads/2014/08/AidAF-13-marzo-2013\\_il-ruolo-dei-consiglieri-esterni\\_7mar2013.ppt.pdf](https://www.aidaf.it/wp-content/uploads/2014/08/AidAF-13-marzo-2013_il-ruolo-dei-consiglieri-esterni_7mar2013.ppt.pdf)

<https://www.corriere.it/economia/family-business/notizie/familiari-resistono-piu-9b8f39da-1163-11eb-99ad-021205b8ee1e.shtml>