

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI TRIESTE

Sede Amministrativa del Dottorato di Ricerca

SEDI CONVENZIONATE

Università di Bologna
Università di Firenze
Università di Siena
Università di Milano “Bocconi”
Università di Udine
Università di Roma “La Sapienza”

XX CICLO DEL DOTTORATO DI RICERCA IN

FINANZA AZIENDALE

L’impresa familiare: modello di *governance* vincente? Una verifica empirica sulle imprese italiane quotate

(Settore scientifico-disciplinare: SECS-P/09 – FINANZA AZIENDALE)

DOTTORANDO

Ottorino Morresi

COORDINATORE DEL COLLEGIO DEI DOCENTI

Chiar.mo Prof. Maurizio Fanni – Università di Trieste

TUTORE

Chiar.mo Prof. Paolo Jaccod – Università di Siena

RELATORE

Chiar.mo Prof. Paolo Jaccod – Università di Siena

Indice

Capitolo 1 - L'impresa familiare: definizione, diffusione e teoria d'impresa

1.1	Introduzione	1
1.2	L'impresa familiare: una forma di governance "trascurata"	6
1.3	L'impresa familiare: un problema di definizione	7
1.4	L'impresa familiare: il buono, il brutto e il cattivo	14
1.4.1	Il buono	16
1.4.2	Il brutto e il cattivo	20
1.5	Oltre la teoria dell'agenzia: uno sguardo all'impresa familiare attraverso la <i>resource-based view</i> (RBV) e la <i>stewardship theory</i>	30
1.6	Dati e considerazioni sulla diffusione del business familiare	34

Capitolo 2 – Il “family effect” sulla performance dell'impresa: l'evidenza empirica internazionale

2.1	Introduzione	40
2.2	Qualche valutazione preliminare sugli studi indagati	41
2.3	Il campione d'indagine: approfondimenti	44
2.3.1	Selezione del campione e definizione di impresa familiare: la proprietà come parametro dominante	44
2.3.2	Concentrazione proprietaria	47
2.3.3	Separazione tra proprietà e controllo	50
2.3.4	Il coinvolgimento della famiglia nella gestione: fondatore, eredi ed “esterni”	52
2.3.5	Altri elementi di <i>governance</i> e struttura proprietaria	54

2.3.6	Ambiente legale e tutela degli investitori	55
2.3.7	Età e dimensione dell'impresa	57
2.4	Un'analisi delle ipotesi teoriche a sostegno delle evidenze empiriche	58
2.4.1	L'impresa familiare: condizioni per un modello "vincente"	59
2.4.2	L'impresa familiare: condizioni per un modello "perdente"	60
2.4.3	Quando prevalgono le une o le altre: elementi a supporto	61
2.4.4	Il livello di proprietà familiare: ipotesi sul legame con la performance	64
2.5	Metodologia dell'analisi e variabili utilizzate	65
2.5.1	L'analisi: metodo e strumenti utilizzati	65
2.5.2	La variabile indipendente: definizione	67
2.5.3	La variabile dipendente: definizione	70
2.5.4	Le variabili di controllo: uso e definizione	72
2.6	Risultati ottenuti: un commento alle principali evidenze emerse nei diversi studi	75
2.6.1	La proprietà familiare: quali evidenze?	76
2.6.2	Il <i>family management</i> : evidenze sul ruolo che i membri della famiglia esercitano sulla gestione ed effetti sulla performance	81
2.6.2.1	<i>Family management</i> e struttura del nucleo familiare: come incidono le generazioni	82
2.6.3	Proprietà, gestione familiare e performance: altri elementi di dettaglio	85

Capitolo 3 – Lo studio empirico sulle imprese italiane quotate

3.1	Introduzione	91
3.2	Un quadro sintetico della realtà imprenditoriale “quotata”	91
3.3	Considerazioni ed ipotesi a sostegno del <i>testing</i> empirico	94
3.4	Il campione d’indagine	97
3.5	La variabile dipendente: definizione e misura	99
3.6	La variabile indipendente: definizione e misura	100
3.6.1	Definizione di impresa familiare: la struttura proprietaria	100
3.6.2	Definizione di impresa familiare: la composizione degli organi amministrativi	103
3.7	Le variabili di controllo: definizione e misura	105
3.7.1	Variabili di natura economico-finanziaria e aziendale	106
3.7.2	Variabili di struttura proprietaria e di <i>governance</i>	110
3.8	Metodologia statistica impiegata ed impostazione del modello	117
3.9	Un commento ai principali risultati empirici	122
3.9.1	Una prima analisi delle evidenze descrittive	122
3.9.2	L’analisi di regressione	128
3.10	Considerazioni conclusive, spunti ed elementi di criticità econometrici	133
	<i>Tabelle e Figure</i>	138
	<i>Bibliografia</i>	159

Capitolo 1

L'impresa familiare: definizione, diffusione e teoria d'impresa

1.1 Introduzione

L'obiettivo di fondo del presente lavoro è quello di offrire una panoramica circa le caratteristiche di una "particolare" forma di governo societario, prevalente nella gran parte delle economie mondiali, che solo negli ultimi anni è stata oggetto di un'intensa, e qualitativamente elevata, attività di ricerca e di produzione letteraria: l'impresa familiare.

Il perseguimento di tale obiettivo è stato condotto sviluppando due strutture di lavoro distinte, ma strettamente interconnesse, dove la seconda può essere considerata "la naturale evoluzione" della prima: nella prima parte, avente carattere prevalentemente teorico e descrittivo, si è cercato di delineare il fenomeno del *family business*, mettendone in risalto i seguenti elementi di rilievo:

- problemi definatori (come qualificare l'impresa familiare?);
- diffusione nel mondo (quante imprese familiari ci sono? Qual è il loro contributo al PIL e all'occupazione? In quali paesi sono prevalenti? Ecc.);
- inquadramento del *family business* nell'ambito delle teorie d'impresa (come si adatta la teoria dell'agenzia all'impresa familiare? Ci sono altre teorie che possono "spiegare" meglio il comportamento dell'impresa familiare? Ecc.);
- alla luce dell'inquadramento che le diverse teorie d'impresa offrono dell'impresa familiare, esposizione delle caratteristiche peculiari, anche nel confronto con forme

La seconda parte, avente carattere empirico, è dedicata, da un lato, alla sintesi di alcuni dei principali studi che esaminano le prestazioni economico-finanziarie, nonché il comportamento strategico, del business familiare, offrendo, in tal modo, un quadro delle evidenze empiriche che accompagnano (confermandoli o meno) i costrutti teorici sviluppati sul *family business*, e dall'altro, allo sviluppo di un'analisi empirica su un campione di imprese italiane quotate, con l'obiettivo di valutare se, in termini di valorizzazione di mercato, l'impresa familiare, in Italia, è percepita dal mercato in un'ottica "diversa" (positiva o negativa) rispetto ad imprese non familiari.

Nello specifico, nella prima parte (Capitolo 1), dopo aver fornito un inquadramento circa le motivazioni che, fino a non molti anni fa, facevano tendere verso una visione del *family business* che veniva ricondotta allo *small business*, caratterizzato da proprietà concentrata, cioè come una forma di *governance* costituente un particolare sott'insieme delle imprese di piccole dimensioni a proprietà concentrata, senza che si potesse avere una qualificazione "autonoma" del fenomeno dell'impresa familiare, esulata da caratteri sovrastanti (in particolare: dimensione e struttura proprietaria) che caratterizzavano dall'origine e, spesso, in maniera artificiosa, l'impresa, si è proceduto ad una analisi storico-analitica circa il problema "a monte" della volontà di isolare un certo fenomeno imprenditoriale: quali sono gli elementi che dobbiamo prendere in considerazione per poter stabilire se un certo business è da qualificare come familiare o meno? In quest'ambito sono stati affrontati gli approcci "classici" al tema, da quello più diffuso, basato sulla dicotomia tra ciò che è "*family*" e quello che è "*non-family*", ad approcci più evoluti basati sulla volontà di "misurare" la "familiarità" del business.

A seguire, è stata realizzata una ricerca che tenta di riassumere e "compattare", senza pretesa di esaustività, quelli che, nei vari studi sul tema, sono stati identificati come essere elementi positivi e negativi del business familiare ma che, allo stato attuale, sono

ancora “disseminati”, strutturati in maniera informale e poco sistematica. Parallelamente ad essi, sono state esplicitate le teorie d’impresa dalle quali, spesso, si sviluppano questi punti di forza o di debolezza – *agency theory*, *stewardship theory*, *resource-based view* (RBV). Ciascuna è stata “letta” dal punto di vista degli elementi che apporta ai fini della comprensione e dell’interpretazione del fenomeno, con particolare attenzione per la *stewardship theory* e la RBV, che si fondano su alcuni elementi soggettivi, tipici del business familiare.

A questo punto, con l’obiettivo di avere un quadro più preciso della rilevanza del fenomeno, sia in termini di numerosità delle imprese, che sotto il profilo del loro contributo all’economia, sono state raccolte recenti indagini mirate, direttamente (l’indagine nasce col preciso scopo di misurare la diffusione del fenomeno) e indirettamente (lo studio, attraverso l’indagine di un campione di imprese, cerca di condurre delle analisi su alcune caratteristiche delle imprese, specie quelle di struttura proprietaria e *governance* e, come indagine descrittiva e collaterale, fornisce anche delle stime sul “peso” delle imprese familiari nel campione), a fornire dei dati quantitativi che mettono in luce, nelle diverse economie mondiali, quanto questa forma organizzativa sia diffusa. In questo contesto verranno sollevati i possibili elementi di criticità delle varie analisi, specie in ottica comparativa, nonché alcune evidenze che sembrano meritevoli di commento.

Venendo alla seconda parte del lavoro, l’obiettivo della *review* empirica (Capitolo 2) è quello di “fare il punto della situazione” sugli studi che hanno indagato il business familiare, cercando di offrire una sintetica panoramica di alcune delle principali evidenze che sembrano essere emerse con riferimento all’impatto esercitato dal business familiare (proprietà e/o gestione affidata a membri di un gruppo familiare) sulla performance aziendale, nonché in relazione agli eventuali effetti che questi due elementi di *governance* possono esercitare sull’evoluzione del processo decisionale dell’impresa. Gli effetti connessi alla proprietà e alla gestione familiare sono stati analizzati condizionatamente alle caratteristiche dell’impresa (dimensione, settore di appartenenza, struttura proprietaria, composizione degli organi di governo, età

dell'impresa ecc.) e a quelle dell'ambiente economico e legale in cui essa si trova ad operare (paese, grado di tutela degli investitori, dimensione dei benefici privati del controllo ecc.).

Come conclusione allo studio (Capitolo 3) ci si è proposti di testare, su un campione di imprese italiane, se la proprietà e/o gestione affidata alla famiglia possa, in Italia, costituire un "valore aggiunto" espresso da migliori performance di mercato o, al contrario, un elemento di penalizzazione dell'impresa, la quale avrebbe potuto ottenere migliori risultati in presenza di una forma organizzativa e di controllo non familiare.

L'ipotesi che viene presa come riferimento è che, essendo l'Italia un paese caratterizzato da una tutela degli azionisti di minoranza ancora debole, specie se confrontata con quella che caratterizza i paesi anglosassoni, nonché da un'elevata concentrazione proprietaria e dalla presenza di elevati benefici privati del controllo, questi elementi dovrebbero giocare a "sfavore", specie con riferimento alla "view" del mercato e, quindi, alla valutazione dell'impresa da parte degli investitori, dell'impresa familiare, che si ritiene possa essere maggiormente capace, rispetto ad altri soggetti proprietari (fondi comuni, banche, azionariato diffuso ecc.), di estrarre benefici privati. Si sottolinea che, se questa ipotesi può trovare conforto in una sottovalutazione di mercato, non necessariamente deve trovare riscontro in una minore performance contabile, la quale è funzione di molti altri elementi che vanno al di là delle estrazioni di ricchezza del soggetto proprietario.

Volendo sintetizzare alcuni elementi chiave dello studio, l'indagine è condotta su un campione di 119 società industriali italiane (sono state escluse quelle attive nel comparto finanziario), quotate alla Borsa di Milano (mercato MTA) continuativamente dal 2000 al 2004. Il campione complessivo è un *panel* formato da 595 osservazioni.

La variabile dipendente è rappresentata dalla performance aziendale, misurata utilizzando variabili di mercato (*market-to-book ratio*). La variabile indipendente oggetto di indagine è stata definita come variabile dummy che assume valore 1 se l'impresa osservata è familiare, 0 in caso contrario. La "familiarità" è stata osservata sia dal punto di vista della proprietà (sono state qualificate come familiari le imprese in cui un gruppo

di soggetti legati da rapporti di parentela detengono, complessivamente, almeno il 30% del capitale), sia dal punto di vista della gestione (in questo caso, sono state qualificate come familiari le imprese in cui l'amministratore delegato (CEO) è un membro della famiglia controllante e, con una diversa variabile dummy, quelle in cui almeno un familiare è presente nel consiglio di amministrazione senza ruoli esecutivi).

Alla variabile indipendente "principale" (impresa familiare vs. non familiare) sono state affiancate, nel modello di regressione, altre variabili di controllo, potenzialmente legate alla performance. Specificamente:

- variabili di rischio (beta *levered* e *unlevered*; volatilità dei rendimenti azionari);
- variabili di struttura finanziaria (rapporto d'indebitamento, *Debito/Equity*);
- altre variabili "*firm specific*" (dimensione dell'impresa, età dell'impresa ecc.);
- variabili di *governance* e struttura proprietaria (grado di concentrazione proprietaria, *cash flow rights* percepiti dall'azionista "ultimo", intensità dei rapporti infra-gruppo, separazione tra proprietà e controllo ecc.).

Da un punto di vista statistico, l'analisi è stata condotta usando regressioni OLS con *industry fixed effects*.

Dai risultati che emergono si rilevano, relativamente alla variabile d'interesse (impresa familiare vs. non familiare), evidenze parzialmente coerenti con l'ipotesi circa l'effetto negativo sulla performance di mercato associato all'impresa familiare in presenza di un limitato grado di tutela degli investitori. Nello specifico, le uniche variabili che si mostrano legate in maniera negativa e significativa alla performance di mercato, nella gran parte delle specificazioni statistiche utilizzate, sono rappresentate dalla variabile dummy che identifica le imprese familiari nel suo complesso e quella che identifica la presenza di familiari nella posizione di amministratore delegato. Inoltre, quest'ultime sono significativamente meno performanti di quelle che hanno almeno un familiare nel consiglio di amministrazione (CdA) senza ruoli esecutivi, le quali, invece, sembrano essere valutate in maniera simile alle non familiari. Il mercato sembrerebbe non vedere

favorevolmente la presenza di familiari nella posizione di CEO, specie nei casi in cui la posizione è assunta da eredi.

1.2 L'impresa familiare: una forma di *governance* "trascurata"

Nonostante il *family business* costituisca la forma proprietaria e organizzativa maggiormente diffusa nel mondo (si veda paragrafo 1.6), le analisi censuarie ed empiriche che l'hanno indagato sono relativamente recenti ed ancora numericamente limitate, se paragonate con quelle che si sono occupate del modello *public company*, anche se, negli ultimi anni, si sta assistendo ad una progressiva "riscoperta" del fenomeno sotto molteplici punti di vista.

Le cause di questa "*oversight*" sono diverse e riconducibili a molteplici fattori (Shanker, Astrachan, 1996):

- 1) la piccola dimensione che, spesso, caratterizza queste imprese, produce una maggiore "opacità" informativa verso l'esterno;
- 2) lo status giuridico di impresa "personale" (impresa individuale o società di persone), che contraddistingue un numero non trascurabile di imprese familiari, rende difficile se non impossibile raccogliere informazioni di dettaglio su di esse a costi contenuti;
- 3) la decisione di non quotarsi, adottata dalla maggior parte delle imprese familiari, riduce sensibilmente gli obblighi di *disclosure*, cosa che accentua le difficoltà di ottenere informazioni consistenti e attendibili su di esse per un pubblico più ampio;
- 4) la difficoltà di qualificare, in maniera oggettiva, l'impresa familiare come entità autonoma dotata di caratteristiche distintive rende difficile condurre studi sistematici e comparabili;

5) la tendenza, ampiamente adottata in passato, a non qualificare l'impresa familiare come tipologia organizzativa e di *governance* "indipendente", bensì ricomprendendola, relativamente alla struttura proprietaria, tra le imprese ad azionariato concentrato e, con riferimento a quella organizzativo-dimensionale, nell'ambito dello *small business*.

Così facendo, semplicemente, si trasferivano ed adattavano le teorizzazioni nate nell'ambito della grande impresa ad azionariato diffuso (con particolare riferimento ai problemi di agenzia) nell'ambito dell'impresa familiare come impresa ad azionariato concentrato, non quotata e, spesso, di piccole dimensioni, ignorando quasi completamente le peculiarità che la contraddistinguevano derivanti dalle complesse interazioni esistenti all'interno e tra le seguenti dimensioni: la famiglia, la struttura proprietaria, il business e le interrelazioni con gli *stakeholders* (Nordqvist, 2002; Nordqvist, Melin, 2002; Habbershon *et al.*, 2003).

Il "vento" sembra essere cambiato: basti solo pensare alle riviste scientifiche che negli ultimi anni, o sono sorte per accogliere esclusivamente studi "specifici" sul tema (ad esempio: *Family Business Review*) o, per quelle dedicate allo *small business* e allo sviluppo di processi imprenditoriali ed innovativi (ad esempio: *Journal of Business Venturing*; *Entrepreneurship Theory and Practice*), hanno aumentato in maniera esponenziale lo spazio riservato agli studi sul fenomeno dell'impresa familiare, spesso, con *special issue* "dedicati".

Non solo, sono sorti organismi a carattere associativo appositamente dedicati allo studio e all'analisi avanzata del fenomeno, come, ad esempio: IFERA (*International Family Enterprise Research Academy*), *Family Firm Institute*, *Family Business Network International*, *Alberta Business Family Institute*, *The Henokiens* ecc..

1.3 L'impresa familiare: un problema di definizione

Allo stato attuale non esiste una definizione comune e generalmente accettata di impresa familiare. D'altronde, i caratteri distintivi che essa presenta sono così numerosi e differenziati che sarebbe alquanto difficile pretendere di identificare il *family business* in maniera unitaria. Come già evidenziato al punto (4) del paragrafo 1.2, tale aspetto rappresenta un elemento che rende difficile condurre analisi empiriche che possano fornire risposte sul fenomeno di generale accettazione essendo, questo, difficilmente inquadrabile in maniera oggettiva (Smyrnios *et al.*, 1998).

La “speciale natura” del business familiare è stata oggetto d'indagine già dai primi anni sessanta. Calder (1961), Donnelley (1964) e, più di recente, Schulze *et al.* (2001), Gomez-Mejia *et al.* (2001) la associano, principalmente, agli elementi “non razionali” (legami di parentela, nepotismo, aspetti emozionali nella gestione ecc.) dell'impresa familiare, che vengono posti in relazione (anche in contrasto) con quelli “razionali” (efficienza ed efficacia nella gestione del business).

Questo nesso, originariamente visto unicamente come penalizzante per la gestione aziendale, valutando la sovrapposizione delle due dimensioni (quella razionale e quella emozionale) come un fattore potenzialmente danneggiante il perseguimento degli obiettivi economici propri del business (profittabilità e creazione di valore), promosse una “*view*” del business familiare come “differente”.

Solo verso la metà degli anni ottanta, tuttavia, si avvertì la necessità di creare una sorta di linea di demarcazione tra quella che poteva essere qualificata come impresa familiare e quella che non lo era, soprattutto sulla scorta dell'intenzione di effettuare delle comparazioni tra impresa familiare e non familiare per valutarne in maniera oggettiva, attraverso metodi statistici, le eventuali differenze nelle performance, nell'impostazione delle strategie, nel processo decisionale ecc..

In altri termini, riconosciuta l'unicità dell'impresa familiare, il problema era quello di identificare con maggior chiarezza e oggettività gli elementi distintivi in modo tale da attribuire al fenomeno “impresa familiare” un'identità più chiara e riconoscibile, con l'ulteriore obiettivo di verificare se, effettivamente, tali elementi distintivi potevano

comportare delle concrete differenze nel comportamento dell'impresa, nella performance, nell'assunzione delle decisioni ecc., rispetto alle imprese non familiari.

A tal fine, specie dai primi anni novanta, vi è stato uno sforzo non indifferente da parte della letteratura nel cercare di “clusterizzare” le imprese familiari proprio sulla base degli elementi distintivi che la caratterizzano.

Sotto questo punto di vista, si sono sviluppate differenti definizioni di impresa familiare (Tabella 1), ciascuna avente come riferimento uno o più fattori distintivi, che si sono proposte di generare una progressiva “convergenza” nella qualificazione del fenomeno, convergenza che rende maggiormente omogenee le indagini empiriche, maggiormente comparabili gli studi che decidono di avvalersi di una certa definizione piuttosto che di un'altra, nonché più facilmente stimabile l'effettiva diffusione di questa forma di *governance* nelle diverse economie mondiali.

Gli approcci seguiti nel cercare di individuare dei “confini” al fenomeno possono essere ricondotti a due macro-aree tra loro interrelate (Litz, 1995; Westhead, 1997):

- 1) l'approccio basato sulla struttura organizzativa e di controllo (“*structure-based approach*”);
- 2) l'approccio basato sul comportamento dei familiari nei confronti del business (“*intention-based approach*”).

Il primo approccio è quello che presenta le maggiori caratteristiche di oggettività ed è più facilmente utilizzabile, specie nelle indagini empiriche, senza dover andare a condurre indagini “personali” tra i membri della famiglia. Esso, in sintesi, si basa sulla configurazione assunta da due elementi:

- a) la proprietà;
- b) il management.

Relativamente al punto **(a)**, come si può osservare dalla Tabella 1, nella maggior parte delle definizioni (2, 3, 4, 5, 6, 7, 8, 10, 12, 14, 15, 16, 17, 19, 20, 21, 24, 25) si richiede che la proprietà sia concentrata, ad un livello sufficiente a garantire il controllo sulle attività aziendali, nelle mani di un singola persona fisica o gruppo di soggetti legati da rapporti di parentela.

Relativamente al punto **(b)**, si richiede, a volte come condizione eventuale (1, 3, 5, 7, 9, 11, 14, 15, 18, 23, 24 ma solo definizione ampia, 25), altre volte come condizione necessaria, che il fondatore e/o i discendenti dello stesso siano coinvolti direttamente nella gestione aziendale. E' facile osservare come le variabili (a) e (b) possono interagire creando diverse configurazioni.

Già a questo livello di analisi può non esservi accordo nella qualificazione del fenomeno: infatti, se è vero che vi è un consenso pressoché unanime nel considerare familiare un business che vede come principale azionista un singolo nucleo familiare e alcuni dei suoi membri coinvolti anche nella gestione (tra gli altri: Litz, 1995), è sufficiente spostarsi ad una configurazione meno stringente per riscontrare vedute differenti: la presenza di una singola persona fisica come principale azionista o gestore potrebbe non garantire la “familiarità” del business. Di questo avviso, ad esempio, Litz (1995), Davis (1983); Carsrud (1994), Pratt, Davis (1986). Di diverso avviso, ad esempio, Alcorn (1982); Barnes, Hershon (1976); Babicky (1987); Astrachan, Shanker (2003), che ritengono “familiare” anche il modello “*sole proprietorship*” considerando che, spesso, sono coinvolti come dipendenti, formalmente o informalmente, anche parenti.

Il secondo approccio, decisamente più “soggettivo” e discrezionale nella sua identificazione, ha come riferimento il modo in cui le dinamiche familiari vanno ad influenzare obiettivi, strategie, decisioni e, in generale, l’orientamento adottato dai familiari nei confronti del business (Chua *et al.*, 1999). Sotto questo profilo, la “familiarità” del business dovrebbe essere valutata sulla base del comportamento della famiglia, e dei suoi riflessi sull’impresa, i quali devono avere caratteri di “unicità” rispetto alle altre imprese.

Più precisamente, nell’*intention-based approach*, è necessario che una coalizione dominante (la famiglia) possa modellare e perseguire la sua “*vision*” (tipicamente, garantire una buona gestione dell’impresa al fine di migliorare il benessere della famiglia), attraverso la capacità di incidere nel business (a questo livello non è rilevante che ciò possa avvenire o meno con un coinvolgimento diretto dei familiari nella gestione o con la sola presenza di una famiglia come azionista di controllo), garantendone la continuità e la sostenibilità nel tempo e, quindi, di generazione in generazione.

Sembrano accogliere un simile approccio, anche se non sempre chiaramente e spesso in maniera parziale: Donnelley (1964); Babicky (1987); Holland, Oliver (1992); Handler (1989); Dreux (1990); Lyman (1991); Litz (1995); Churchill, Hatten (1987); Pratt, Davis (1986); Chua *et al.* (1999); Astrachan, Shanker (2003), ma solo nella definizione “media” e “stretta”.

Da un punto di vista operativo, l’*intention-based approach* presenta dei limiti non indifferenti: la sua applicazione implica la conoscenza circa: il grado di condivisione dei valori del business da parte dei familiari, il modo in cui essi agiscono per raggiungere i propri obiettivi, la volontà di tramandare l’attività agli eredi ecc., tutti elementi che possono essere acquisiti, di norma, solo dai diretti interessati.

Com’è intuibile, non solo i due approcci possono essere fatti interagire, ma l’applicazione dell’uno, spesso, comporta implicitamente anche quella dell’altro, cosa che rende più agevole il compito per colui che deve decidere quale approccio usare.

Si pensi, ad esempio, al caso di un’impresa che ha come azionista di riferimento il fondatore e come componenti il management i discendenti: per lo *structure-based approach* è sicuramente familiare, tuttavia, è difficile ipotizzare che non lo sia anche per l’*intention-based approach*: il fatto che i discendenti siano al comando è un forte segnale di continuità, tanto nella gestione del business, quanto nella proprietà, dove vi sono concrete possibilità che il fondatore possa cedere la sua quota agli eredi.

Nel cercare di far condividere i due approcci, con un occhio alle problematiche di applicabilità di ciascuna definizione di impresa familiare, Shanker, Astrachan (1996) offrono un efficace schema, ripreso più di recente in Astrachan, Shanker (2003), che tiene conto tanto degli aspetti “oggettivi” quanto di quelli “soggettivi” del business familiare. In sintesi, essi distinguono tre definizioni di impresa familiare, in funzione dell’intensità del coinvolgimento della famiglia:

- 1) la definizione “ampia“, cioè quella meno stringente, richiede solamente la presenza di un qualche (non rileva né il tipo né l’intensità) coinvolgimento familiare nel business nonché il controllo da parte della famiglia sulle decisioni strategiche;
- 2) la definizione “media” aggiunge a quella “ampia”, come ulteriore condizione, che via sia il diretto coinvolgimento familiare nel management nonché l’intenzione di tramandare il business agli eredi;
- 3) la definizione “stretta” richiede, ulteriormente, la presenza di più generazioni coinvolte nella gestione e/o nella proprietà. Come si può notare, passando dalla definizione 1) alla 3), si va ad enfatizzare la continuità della “*vision*” familiare, dando progressivamente più peso all’”*intention*”.

Se il tentativo di identificare, creando dei confini tendenzialmente rigidi, quell’attività economica qualificabile come impresa familiare apporta numerosi vantaggi pratici sotto il profilo delle potenzialità di indagine del fenomeno, specie in ottica comparativa, va anche detto come questo approccio presenta dei “pericoli” nella misura in cui, da un lato, tende ad enfatizzare eccessivamente l’unicità e l’inimitabilità del business familiare, creando un dualismo “*family*” vs. “*non-family*” forzato e, in qualche modo, artefatto, dall’altro, sottostima, trascura o, nella peggiore delle ipotesi distorce, caratteristiche del business che sarebbero degne di analisi (una visione critica su rischi che potrebbe comportare un’eccessiva modellizzazione del fenomeno sono contenuti in Fletcher, 2001).

L'approccio di tipizzare l'impresa familiare, che ha acquisito una rilevante diffusione andando a creare un vero e proprio macro-filone di studi, ha avuto un'ulteriore evoluzione in Astrachan *et al.* (2002).

Gli autori, riconoscendo le difficoltà a qualificare in maniera oggettiva un fenomeno dalle molteplici sfaccettature e i rischi di creare una dicotomia artificiosa tra quello che è "*family*" e quello che non lo è, si propongono come obiettivo quello di inquadrare la definizione di impresa familiare in un "continuo", definito in funzione dell'intensità degli elementi che caratterizzano la stessa. L'assunto alla base di una simile impostazione è che vi sono caratteristiche in un business, potenzialmente familiare, che non possono essere semplicemente identificate come "assenti" o "presenti", ma che richiedono una misurazione del grado di intensità che ne contraddistingue la loro presenza.

Applicando il concetto appena esposto all'impresa familiare, gli autori, una volta identificati gli elementi che la qualificano, cercano di fornirne una misura che possa esprimere il grado di "*family involvement*" che caratterizza il business. Così facendo l'impresa familiare viene posta in un "continuo", piuttosto che in una dimensione isolata da tutte le altre forme organizzative.

A tal fine, Astrachan *et al.* (2002) definiscono tre grandezze che possono qualificare il business familiare:

- 1) "power": esprime il grado di coinvolgimento dei familiari nella proprietà e nella gestione. In altri termini, ci dice con che intensità la famiglia è coinvolta economicamente nell'impresa e presidia i posti di comando;
- 2) "experience": esprime il grado di coinvolgimento di più generazioni nella proprietà e nella gestione. E' una misura tanto del grado di "*resource provision*" (i dialoghi tra genitori e figli, la possibilità di avviare network relazionali con soggetti esterni attraverso i legami familiari, le attività imprenditoriali dei figli presenti nell'impresa sono esempi di come la plurigenerazione possa apportare

un “valore aggiunto” al business e alla famiglia stessa, Corbetta, Salvato, 2004) quanto dell’intenzione di garantire continuità alla familiarità del business;

- 3) “*culture*”: esprime il grado di sovrapposizione tra valori aziendali e familiari, nonché il grado di impegno dei familiari tanto nel supportare una gestione improntata al perseguimento degli obiettivi economici del business, quanto nel garantire lo sviluppo di interrelazioni reciproche tra la famiglia, l’organizzazione e l’ambiente.

La “*culture*” è frutto dell’interazione di molteplici fattori tra i quali possiamo ricordare (Zahra *et al.*, 2004): i “valori” (personali ed economici) a cui si ispirano i fondatori dell’impresa; la cultura del paese di origine del business e della famiglia; le condizioni competitive che l’impresa si trova ad affrontare nel suo settore industriale ecc..

Sotto un profilo operativo, Klein *et al.* (2005), attraverso l’analisi fattoriale, dopo aver identificato le variabili potenzialmente determinanti ciascuna grandezza e acquisito un certo numero di dati relativi a ciascuna delle tre grandezze tramite un questionario somministrato ad un campione test, hanno valutato la rilevanza e l’affidabilità delle tre dimensioni.

Un’espressione, a mio avviso molto efficace, nell’esaltare, tanto l’unicità del business familiare quanto la sua natura multiforme, è fornita da Corbetta, Demattè (1993) i quali, pur facendo riferimento in maniera specifica alla proprietà familiare e non all’impresa familiare nel suo complesso, affermano che essa costituisce “un genere con molte specie”.

1.4 L’impresa familiare: il buono, il brutto e il cattivo

Dopo aver cercato di fornire alcune risposte alla domanda: “ma cos’è l’impresa familiare?”, si tenta, ora, di focalizzare l’attenzione su quelli che possono essere gli elementi positivi e negativi derivanti dai fattori distintivi che caratterizzano la natura di questo fenomeno organizzativo, sociale ed economico.

Nell’ottica della teoria dell’agenzia, i lavori seminali che hanno contemplato le peculiarità della proprietà familiare, non tanto come modello “autonomo”, quanto come “rimedio” ai problemi derivanti dalla proprietà diffusa sono da ricondurre a: Jensen, Meckling (1976); Fama, Jensen (1983a); Morck *et al.* (1988).

I loro studi permettono un’identificazione preliminare di alcuni dei principali fattori positivi:

- 1) il forte coinvolgimento dei familiari tanto nella proprietà quanto nella gestione, sia direttamente che come soggetti dediti al monitoraggio del management, mitiga il rischio di comportamenti opportunistici dei managers, promuovendo l’allineamento degli interessi tra azionisti e managers stessi e, per tale via, rende meno necessario l’utilizzo di meccanismi alternativi (spesso costosi) di riduzione dei conflitti di interesse tra le due categorie di soggetti;
- 2) le “speciali” relazioni che si vengono a creare tra agenti, che detengono significative quote di proprietà dell’impresa, dovrebbe indurre ciascuno di essi ad un monitoraggio e ad un impegno reciproco;

e negativi:

- 3) la presenza di un forte azionista, abbinata alla coincidenza di cariche tra azionista dominante e gestore, può creare un *entrenchment effect* a carico di managers familiari inefficienti, penalizzante per i risultati aziendali;
- 4) la concentrazione proprietaria che caratterizza l’impresa familiare indebolisce il ruolo disciplinante esercitato dal mercato per il controllo societario.

Gli assunti alla base delle sopracitate argomentazioni sono due: **a)** la sovrapposizione di ruoli tra azionista e manager è un sostituto, non necessariamente efficiente, degli altri strumenti di contenimento dei costi di agenzia “usati” nelle *public company*: consiglio di amministrazione, *market for corporate control*, presenza di un mercato dei managers competitivo, competitività nel mercato dei prodotti, *outside blockholders* ecc.; **b)** la fonte dei costi di agenzia è la separazione tra proprietà e controllo.

Nel corso degli anni sono emersi con maggior chiarezza ulteriori punti di forza e rischi connessi al business familiare che, nel prosieguo, si cercherà di esporre.

1.4.1 Il buono

1) L'orientamento di lungo periodo

Un primo elemento che, spesso, viene segnalato come “tipico” dell'impresa familiare e che è riconosciuto come uno dei maggiori punti di forza della stessa, è rappresentato dall'orientamento di lungo periodo che caratterizza tanto la proprietà quanto la gestione (tra gli altri: James, 1999; Casson, 1999; Chami, 1999; Corbetta, 2005; Zahra *et al.*, 2004; Aronof, Ward, 2001).

Questo orientamento sarebbe frutto di diversi elementi tra i quali possiamo ricordare: l'intenzione dei familiari “anziani” di tramandare un'impresa sana e competitiva agli eredi; il forte coinvolgimento economico ed affettivo dei familiari nell'impresa che pone l'impresa stessa come un bene da salvaguardare e, nello stesso tempo, da sviluppare; le conseguenze patrimoniali e reputazionali che deriverebbero da un eventuale situazione di dissesto aziendale.

Relativamente alla proprietà, la presenza di una visione di lungo termine favorisce:

- 1) l'esistenza di capitali “pazienti” a supporto della crescita;
- 2) la stabilità e l'unitarietà dell'impostazione strategica di fondo dell'impresa;

- 3) la garanzia per gli *stakeholders* di avere un interlocutore con cui poter avviare relazioni di lungo periodo.

Relativamente alla gestione, il principale vantaggio consiste nella capacità di valutare gli investimenti sulla base di razionali criteri di convenienza economica che, necessariamente, richiedono valutazioni protratte nel tempo essendo l'investimento in attività reali, di per sé, un impiego che "ritorna", sotto forma monetaria, in un periodo di tempo medio-lungo.

L'ottica di lungo termine, in sostanza, dovrebbe essere coerente con il "classico" obiettivo economico dell'azionista: la creazione di valore.

2) La creazione di risorse "inimitabili"

Secondo diversi autori (tra gli altri: Zahra *et al.*, 2004; Sirmon, Hitt, 2003; Habbershon, Williams, 1999; Habbershon *et al.*, 2003) l'impresa familiare sarebbe capace di generare un vantaggio competitivo attraverso le risorse "irripetibili" che l'impresa stessa sarebbe capace di sviluppare. Tale processo di creazione di risorse "uniche" passa attraverso diversi elementi:

- 1) il capitale umano: esprime il complesso di conoscenze, competenze e capacità di un soggetto e/o di un'organizzazione. Nell'impresa familiare il capitale umano è dotato di una sorta di "valore aggiunto" derivante dal fatto che ciascun familiare, dalla partecipazione tanto al business quanto alla vita familiare, dispone di e apporta elementi originali e non imitabili;
- 2) il capitale sociale: esprime il complesso di risorse attuali e potenziali derivanti dall'insieme di relazioni che si creano tra un pluralità di individui e/o organizzazioni. Nell'impresa familiare, la rete di relazioni che si crea tra familiari e *stakeholders* favorisce la creazione di legami stabili e produttivi tra l'impresa e gli *stakeholders* stessi;

- 3) il capitale finanziario: come già segnalato, l'impresa familiare è spesso identificata come soggetto orientato a mantenere nell'impresa risorse per un lungo periodo di tempo senza, perciò, che i fondi siano minacciati dal rischio di restituzione. Questo elemento favorirebbe l'attività d'investimento e di crescita dell'impresa;
- 4) il capitale "informale": esprime il complesso di risorse che i familiari decidono di apportare "personalmente" (lavorare nell'impresa senza una remunerazione, concedere prestiti personali ecc.). Queste risorse, normalmente, vengono sfruttate con maggior intensità all'avvio del business e nei momenti di difficoltà dell'impresa;
- 5) i costi relativi alla struttura di governance: l'impresa familiare, attraverso i legami familiari e fiduciari, dovrebbe avere minori esigenze di adottare costosi strumenti di contenimento dei costi di agenzia (*monitoring* del management, compensi legati alla performance ecc.).

3) L'"altruism"

Con questo termine si vuole intendere la speciale indole di soggetti legati da rapporti di parentela (specie se stretta) ad adottare un atteggiamento finalizzato al reciproco benessere e al reciproco sostegno (Jensen, Meckling 1976; Becker, 1974; Parsons, 1986; Eisenhardt, 1989; Daily, Dollinger, 1992; Stewart, 2003; Jensen, 1994; Schulze *et al.*, 2001 e 2003).

L'applicazione di un simile concetto alla gestione di un'impresa implica che la famiglia debba adottare un comportamento cooperativo, che sia in grado di mettere gli interessi dell'impresa d'innanzi a quelli strettamente personali del singolo familiare. Un simile atteggiamento presuppone l'esistenza di un forte legame tra il destino dell'impresa e quello, non solo economico, della famiglia.

In sintesi, l'"altruism" riflette:

- 1) la volontà dei familiari di mettere gli interessi dell'impresa al di sopra di quelli propri, personali;
- 2) il comportamento dei familiari "anziani" (fondatore, genitori ecc.) finalizzato a trasmettere agli eredi valori come la lealtà, l'onestà, l'impegno, il rispetto, la fiducia reciproca ecc.;
- 3) la loro propensione ad essere particolarmente "generosi" con i discendenti all'interno dell'azienda (garantendogli un posto di lavoro, permettendogli di sfruttare risorse aziendali ecc.).

Secondo una "vision" positiva del concetto (Schulze *et al.*, 2001 e 2003; Morck, Yeung, 2003; Morck *et al.*, 1988 forniscono argomenti a sostegno di un "lato oscuro" dell'"*altruism*"), esso costituirebbe un elemento "unico" nell'impresa familiare che potrebbe ridurre i costi di agenzia "via" effetti positivi derivanti dai legami fiduciari, dal sostegno reciproco, dall'impegno profuso nell'impresa ecc..

Più precisamente, l'efficace funzionamento dell'"*altruism*", come elemento di *governance* finalizzato al contenimento dei costi di agenzia, deve essere fondato sulla "culture" (Zahra *et al.*, 2004; Corbetta, Salvato, 2004), intesa, in senso estensivo, come quel complesso di valori personali e imprenditoriali, durevoli nel tempo e condivisi tra i membri della famiglia, che modellano il comportamento della famiglia stessa nei confronti dell'impresa e, più in generale, dell'ambiente. La "culture", dunque, nell'ambito dell'impresa, implica: sovrapposizione tra valori personali e imprenditoriali, nonché impegno e coinvolgimento della famiglia nell'impresa.

4) Il "*founder effect*"

Il "*founder effect*" esprime il complesso di effetti positivi che si producono sulla gestione, sull'organizzazione e sulla performance aziendale attribuibili alla presenza del fondatore come principale azionista e/o come soggetto coinvolto in prima persona nella gestione aziendale (Kelly *et al.*, 2000).

Questi effetti positivi deriverebbero dalla capacità del fondatore di imprimere, alla gestione aziendale, uno spirito imprenditoriale vincente fondato sulle intuizioni, sul talento, sulla bravura di un soggetto capace di istituire e rendere competitivo un business. Non solo, la presenza del fondatore contribuisce in maniera decisiva alla formazione di quella che è stata definita “*culture*” e, ricollegandoci al secondo punto, il fondatore è, probabilmente, il familiare che svolge in maniera più incisiva la funzione di “*resource provision*” attribuibile alla famiglia.

1.4.2 Il brutto e il cattivo

1) L'avversione al rischio

Come ampiamente diffusa è l'opinione che l'impresa familiare abbia una “*vision*” orientata verso il lungo termine, altrettanto diffusa è la convinzione, supportata anche da vari riscontri empirici, che l'impresa familiare abbia un atteggiamento molto prudente, orientato alla conservazione più che alla crescita, con un'impostazione strategica poco incline al *risk-taking* (tra gli altri: Autio, Mustakallio, 2003; Harris *et al.*, 1994; Donckels, Frohlick, 1991; Daily, Dollinger, 1993; Gallo, Sveen, 1991; Gallo, 1995; Fernandez, Nieto, 2005; Ward, 1988 e 1997; Mishra, McConaughy, 1999).

La maggiore avversione al rischio che caratterizzerebbe l'impresa familiare potrebbe:

- 1) costituire un ostacolo allo sviluppo di processi innovativi;
- 2) limitare la raccolta di risorse a titolo di capitale di rischio e di debito finalizzate a sostenere la crescita;
- 3) favorire la “chiusura” del capitale e/o dei ruoli manageriali nei confronti di soggetti esterni per scongiurare rischi di ingerenze e di perdita del controllo;
- 4) limitare le strategie di espansione dell'impresa nei mercati internazionali.

Inoltre, la scarsa propensione al rischio potrebbe indurre la famiglia, specie quelle in cui gli eredi hanno acquisito delle posizioni di rilievo nella proprietà dell'impresa e sono titolari di grandi patrimoni acquisiti tramite successione, ad andare alla ricerca di posizioni di rendita politica al fine di conservare lo “*status quo*” che potrebbe essere minacciato dalle nuove ed innovative imprese che entrano sul mercato (Rajan, Zingales, 2003a e 2003b; Morck, Yeung, 2003 e 2004; Morck *et al.*, 2000; Johnson, Mitton, 2003).

La conseguenza peggiore derivante da un simile atteggiamento potrebbe materializzarsi sotto forma di problemi di ritardo nella crescita economica derivanti da posizioni di rendita (economiche e politiche) legate al mantenimento del controllo dell'impresa e dalla scarsa propensione delle imprese familiari, specie quelle *heir-controlled*, verso investimenti in innovazione e R&S.

Non mancano studi recenti che, al contrario, hanno rilevato un effetto positivo sull'innovazione associato al coinvolgimento dei familiari nella proprietà e/o nella gestione (Zahra, 2005; Gudmundson *et al.*, 2003; Zahra *et al.*, 2004; Craig, Moores, 2006).

2) Le problematiche successorie

La successione rappresenta un momento alquanto critico dell'impresa familiare (tra gli altri: Miller *et al.*, 2003). La successione costituisce un passaggio determinante per la continuità delle imprese familiari, ossia per la continuità del legame tra impresa e famiglia fondatrice. Si definisce riuscito un processo di ricambio generazionale se si conclude rispetto a due esigenze:

- a. la funzionalità duratura dell'impresa;
- b. il mantenimento del controllo nelle mani delle famiglie dei discendenti.

Per assicurare la funzionalità duratura dell'impresa può essere necessario che le famiglie dei discendenti perdano il controllo del capitale di comando o cedano l'intero capitale: in questi casi si può dire che il processo di ricambio generazionale ha uno svolgimento fisiologico per quanto riguarda l'impresa; dal versante della famiglia, la cessione di quote o azioni comporta la cessazione del legame tra famiglie discendenti del fondatore e impresa.

Nell'ambito del ricambio generazionale, particolarmente delicato è il problema della cosiddetta "deriva generazionale": in altri termini, la tendenza ad un progressivo aumento del numero di eredi al progredire delle generazioni. La deriva sarà tanto maggiore quanto più ampio è il nucleo familiare e il tasso di natalità.

Questo fenomeno potrebbe avere due conseguenze negative per lo sviluppo dell'impresa (Gubitta, Gianecchini, 2002; Corbetta, 1995):

- 1) il frazionamento della proprietà tra un numero elevato di soggetti con obiettivi, aspirazioni, compiti e funzioni differenziate potrebbe innescare conflitti tra familiari, potenzialmente deleteri per la conduzione dell'impresa;
- 2) il "raffreddamento" dei legami tra familiari, cioè la progressiva attenuazione, al passare delle generazioni, dei legami affettivi tra familiari e dell'identificazione degli stessi con l'impresa. La presenza di una forte "culture" e di un leader (ad esempio, il fondatore) che impersoni tanto gli obiettivi della famiglia quanto quelli del business può ridurre la rilevanza del problema.

Il fattore fondamentale che determina la buona o cattiva riuscita di una successione, permettendo una migliore "gestione" dei problemi suddetti, è la pianificazione della stessa. In altri termini, è fondamentale che l'attuale maggiore azionista e capo azienda identifichi con adeguato anticipo:

- 1) il momento della cessione del comando (ovviamente, quando possibile: in caso di morte improvvisa, ad esempio, tale pianificazione non è realizzabile);

2) il soggetto (o il *pool* di soggetti) che esso ritiene sia capace di assumere le redini del comando. A tal fine, è fondamentale che l'attuale capo azienda svolga (o faccia svolgere) un'attività di formazione imprenditoriale verso chi ritiene possa diventare suo erede, in modo tale che esso sia preparato nel momento del passaggio.

Nel caso in cui nessun familiare abbia le capacità o sia disposto ad assumere il controllo dell'impresa, l'attuale controllante dovrebbe, con l'aiuto anche di intermediari, identificare un manager non familiare che sia capace di continuare la conduzione dell'impresa e, nel caso in cui sia necessaria anche la cessione della proprietà, identificare, anche tramite intermediari, un partner che possa subentrare alla famiglia come azionista di riferimento.

La mancata pianificazione della successione è una delle principali cause di declino dell'azienda familiare.

Va anche detto, tuttavia, che l'amministratore delegato e principale azionista potrebbe essere riluttante a diffondere con eccessivo anticipo le proprie intenzioni successorie. I motivi possono essere diversi:

- a) evitare il rischio che si possano creare dissidi e gelosie tra i familiari candidati all'avvicendamento;
- b) fare in modo che tutti si sentano sotto pressione e, quindi, escludere la possibilità che alcuni familiari si possano sentire demoralizzati o sottovalutati con conseguenze negative sull'impegno profuso nell'impresa;
- c) fare in modo che i rapporti con gli *stakeholders* dell'impresa (in particolare i creditori) non siano condizionati dal passaggio di consegne, con il rischio di veder legati i rinnovi dei contratti che li vincolano all'impresa all'esecuzione della successione pianificata.

Tutto questo può generare una situazione di ambiguità e incertezza tra i familiari: si creerebbe un problema di *hold-up* tra gli eredi, mantenuti in una sorta di "limbo" che li

lega all'impresa, con conseguenze negative per il loro comportamento, specie verso colui che deve cedere il controllo, il quale, plausibilmente, potrebbe essere oggetto di pressioni.

Recenti indagini confermano la criticità del problema successorio (ad esempio, Perez-Gonzalez, 2006; Villalonga, Amit, 2006; Bennedsen *et al.*, 2006 rilevano riduzioni di performance nei 2-3 anni successivi alla transizione, qualora la posizione di CEO venga acquisita da un familiare-erede, piuttosto che da un manager professionista).

Nota positiva, il fatto che il problema in Italia sembra essere avvertito: Giacomelli, Trento (2005), attraverso l'indagine di due campioni (ESETRA2 e INVIND) mostrano che, nell'ambito di trasferimenti intra-familiari:

- a) il 55% delle imprese ESETRA2 e il 61% delle imprese INVIND hanno dichiarato di aver programmato la successione. Per queste ultime, il 90% delle pianificazioni riguardano imprese con un controllate di età superiore a 50 anni;
- b) l'82% del campione ESETRA2 dichiara che il futuro controllante si è formato in azienda;
- c) nel 44% dei casi (ESETRA2) il successore è laureato e nel 16% ha seguito corsi di management.

3) Il mercato del lavoro (manageriale)

Alcuni studi (tra gli altri: Burkart *et al.*, 2003; Schulze *et al.*, 2001; Bennedsen *et al.*, 2006) segnalano come, spesso, l'impresa familiare si trovi in una condizione penalizzante nel momento in cui si devono scegliere i managers che andranno a gestire l'impresa, specie nel momento della successione.

Nello specifico, vengono fatti rilevare alcuni elementi di criticità:

- 1) nell'impresa familiare c'è la tendenza a far assumere il controllo della società a familiari, indipendentemente dalle loro abilità imprenditoriali e manageriali (fenomeno del nepotismo);
- 2) la scarsa competitività del mercato del lavoro manageriale provocata dal ristretto *pool* di soggetti verso cui si rivolge la scelta aumenta la probabilità di assumere managers incapaci, creando fenomeni di *adverse selection* (il fatto che l'impresa familiare possa offrire minori opportunità di carriera distoglie i managers più talentuosi che, al contrario, si rivolgono verso imprese di grandi dimensioni, quotate e con una struttura organizzativa che non vede "l'incombenza" dei familiari).

Nell'impresa familiare i rischi di "fallimento" nel mercato interno ed esterno dei managers sono superiori rispetto ad un'impresa *privately-held* non familiare. Infatti, un'impresa non quotata soffre maggiormente problemi di *adverse selection* derivanti dalla capacità del aspirante dipendente di nascondere all'impresa qualità personali necessarie all'impresa stessa per valutare le abilità del soggetto. Questo problema è ridotto in presenza di un mercato del lavoro competitivo, trasparente, dove l'impresa ha la possibilità di scegliere tra un ampio *pool* di soggetti "attratti" dal compenso, dalle prospettive di carriera interne all'impresa e, in generale, da come sono strutturati i contratti di lavoro, tutti elementi maggiormente flessibili nelle imprese quotate (si pensi, ad esempio, all'impossibilità, per un'impresa non quotata, di offrire opzioni ai managers a causa dell'assenza di un mercato per le azioni e della riluttanza del principale azionista a diluire la propria quota): per un'impresa non quotata, dunque, la competitività del mercato del lavoro è ridotta causa limitazioni nel processo di selezione dei soggetti che la costringe a fronteggiare il rischio di assumere soggetti qualitativamente scarsi (selezione avversa). Questo rischio, a sua volta, si ripercuote in maggiori costi di monitoraggio dei managers.

Adattando il discorso all'impresa familiare, la competitività del mercato del lavoro è ancora più limitata, essendo il gruppo dei potenziali pretendenti alle posizioni manageriali limitato, spesso, ai soli eredi: va da sé che il rischio di

avere al comando soggetti poco preparati è molto alto. Questa costituisce una “classica” distorsione dell’*“altruism”* (si veda punto 5 a seguire per una trattazione del problema) derivante dalla volontà del genitore di tramandare la gestione dell’impresa ai figli indipendentemente dalle loro abilità manageriali.

- 3) la possibilità che la famiglia persegua esclusivamente la propria funzione d’utilità (massimizzazione della ricchezza personale) potrebbe disincentivare i lavoratori, riducendone impegno e produttività.

4) La commistione famiglia-impresa e i benefici privati del controllo

Se è vero che l’integrazione tra unità familiare e business può essere fonte di risorse uniche ed inimitabili per l’impresa, è altrettanto concreta la possibilità che tale integrazione possa provocare dei problemi nella conduzione del business familiare nella misura in cui emergano dei conflitti tra familiari, anche al di fuori della sfera aziendale, che vanno a condizionare negativamente la formazione e il perseguimento degli obiettivi economici dell’impresa.

Questo rischio, normalmente, è maggiore laddove la condivisione delle strategie è limitata solo ad alcuni familiari ed in presenza di una famiglia che vede la presenza di soggetti per nulla coinvolti nella gestione del business ma, semplicemente, azionisti o presenti nel consiglio di amministrazione in rappresentanza di un ramo familiare. Ad esempio, il familiare-azionista si attende di poter ricevere un’adeguata remunerazione sotto forma di dividendi considerando anche le possibili difficoltà nello smobilizzare i titoli, mentre il familiare-gestore è interessato alla crescita dell’impresa e, perciò, vede il reinvestimento degli utili come un’importante fonte di finanziamento.

Inoltre, si deve sottolineare il rischio che le dinamiche familiari “personali”, al di fuori dei problemi di passaggio generazionale, possano condizionare negativamente la gestione aziendale laddove possibili conflitti e questioni familiari abbiano “la precedenza” rispetto alla salute dell’impresa.

L'integrazione famiglia-impresa potrebbe dare anche origine a fenomeni di espropriazione di ricchezza (uso di risorse aziendali per soddisfazione personale, operazioni infragruppo per trasferire ricchezza da un'impresa ad un'altra, investimenti sub-ottimali finalizzati al perseguimento di obiettivi non propriamente economici ecc.) a danno di eventuali altri azionisti. Alcuni studi ritengono che, al ridursi del coinvolgimento finanziario della famiglia nell'impresa tramite strumenti di leva azionaria (gruppi piramidali, azioni a voto limitato, patti di sindacato ecc.), il soggetto "famiglia" sia maggiormente incline e capace, rispetto ad altre tipologie di azionista (fondi comuni, stato, banche, azionariato *widely-held* ecc.), alla luce della sua qualità di azionista "privato" e detentore del controllo dell'impresa, nell'estrazione di benefici privati (tra gli altri: Claessens *et al.*, 2002; Faccio *et al.*, 2001; Maury, Pajuste, 2005; Cronqvist, Nilsson, 2003).

E' d'obbligo sottolineare come la questione relativa alla potenziale attitudine della famiglia ad "espropriare" gli altri azionisti sia molto aperta e caratterizzata da opinioni e risultati contrastanti che verranno presi in considerazione ed esaminati, in maniera organica, nel capitolo dedicato alla *review* empirica riguardante gli effetti che la proprietà e/o la gestione familiare esercita sulla performance e sul valore.

5) *Free riding, shirking e self-control*: il "lato oscuro" dell'"*altruism*"

Come anticipato in precedenza, nel discutere gli aspetti positivi associabili all'"*altruism*", questo concetto ha anche un "*dark side*", inteso come l'insieme delle possibili conseguenze negative che potrebbero derivare da una distorsione del fenomeno, cioè, da una sua applicazione "snaturata" rispetto a quella che potrebbe essere foriera di vantaggi per l'impresa.

La distorsione dell'"*altruism*", in generale, deriva, da un lato, da una serie di comportamenti opportunistici potenzialmente attuabili dai familiari, in particolare dagli eredi, e dall'altro, da una possibile estremizzazione del fenomeno da parte dei familiari "anziani" che ne provoca una modifica degli effetti in senso negativo.

Gli economisti sono soliti identificare la criticità dell'”*altruism*” in quello che viene definito “*Samaritan's Dilemma*” (Buchanan, 1975; Bruce, Waldman, 1990). Il dilemma del buon samaritano, in sintesi, assume la presenza di due soggetti, che vivono per due periodi, ma percepiscono una rendita solo nel primo, trovandosi di fronte ad una scelta di consumo intertemporale. Il punto della questione è che la natura dei due individui è profondamente diversa: il primo è egoista, il secondo altruista. Quest'ultimo, in quanto tale, sussidia il consumo futuro dell'egoista trasferendogli parte della sua rendita. L'egoista, in quanto tale, consuma tutto nel primo periodo e sosterrà un costo del consumo presente in termini di consumo futuro pari a zero, generando un'inefficienza nella distribuzione tra consumo presente e futuro.

Adattando il concetto all'impresa familiare, la generosità di alcuni familiari (tipicamente i genitori) può avere effetti negativi derivanti dal comportamento sub-ottimale di altri membri familiari (tipicamente i discendenti), “incentivati” da una simile prodigalità ad adottare condotte improntate al *free riding* e allo *shirking* (Schulze *et al.*, 2001 e 2003):

- 1) *free riding*: con tale espressione si vuole intendere, ad esempio, il comportamento di quei familiari che evitano di svolgere le mansioni più “noiose” o dure, che sono state assegnate loro, lasciando l'incombenza ad altri, tipicamente i genitori, consapevoli che tali compiti, prima o poi, verranno adempiuti;
- 2) *shirking*: comportamento di chi, ad esempio, sperpera i soldi dei genitori in spese inutili e non ricopre alcun ruolo “attivo” nell'impresa facendo, letteralmente, lo scansafatiche.

Nell'ambito degli elementi critici connessi con il dilemma del buon samaritano e, quindi, con l'”*altruism*”, particolarmente rilevante è il concetto di *self-control*. In generale, le problematiche connesse al *self-control* derivano dalla situazione in cui le parti di un contratto sono indotte e hanno la capacità di violare i termini dell'accordo mettendo in atto azioni che possono danneggiare tanto se stessi quanto i soggetti che

stanno loro vicini. I problemi associati al *self-control* possono derivare tanto dal suo esercizio, quanto dalla sua mancanza.

Relativamente ai primi, nel caso specifico dell'impresa familiare, le decisioni assunte dal soggetto controllante possono essere giustificate tenendo conto sia degli obiettivi e delle preferenze economiche del maggiore azionista (che, ragionevolmente, possono essere considerate comuni a tutti gli azionisti), ma anche di quelli non economici che, al contrario, possono divergere da soggetto a soggetto e, per tale motivo, non sono misurabili in maniera certa, cioè usando il metro monetario. Da ciò ne deriva che il proprietario, nel decidere di agire in una certa maniera al fine di massimizzare il proprio benessere, potrebbe dare maggior peso ai "gusti personali", cosa che potrebbe rivelarsi inefficiente tanto per il proprietario stesso quanto per tutti gli altri azionisti. Il *self-control*, perciò, esprime il rischio di agire, nel tentativo di migliorare la propria funzione di utilità, in maniera tale da minacciare il benessere comune e, quindi, anche quello proprio (efficace la definizione di Jensen, 1994, nel qualificare i problemi connessi all'esercizio del *self-control*: "*agency problems with oneself*").

La perdita di *self-control*, invece, è connessa con la mancata adozione, da parte dei familiari "anziani", di comportamenti "preventivi" verso gli eredi come, ad esempio, la decisione di subordinare la cessione di una parte dell'eredità alla messa in atto di determinati comportamenti dei discendenti. Nell'impresa familiare il *self-control* potrebbe essere particolarmente accentuato nella misura in cui alcuni familiari, disponendo del controllo delle risorse aziendali, decidono di concedere incondizionatamente privilegi, economici e non, agli eredi col rischio di provocare i citati fenomeni di *free riding* e *shirking*.

Un'estensiva trattazione ed un eccellente inquadramento dei costi di agenzia associabili ad un funzionamento distorto del concetto di "*altruism*", nonché, più in generale, dei problemi di agenzia connessi alla proprietà e alla gestione familiare, sono offerti in Schulze *et al.* (2001 e 2003).

6) La diversificazione di portafoglio

L'impresa familiare, come vedremo successivamente, è la più diffusa struttura a proprietà concentrata nel mondo. Il fatto che la famiglia abbia un patrimonio tendenzialmente poco diversificato essendo, per gran parte, convogliato nell'impresa, comporta il venir meno di una delle condizioni di applicabilità dei modelli di *pricing* del rischio: l'esistenza di un portafoglio diversificato.

Fama, Jensen (1985) argomentano come gli azionisti con portafogli scarsamente diversificati possono assumere decisioni d'investimento sulla base di criteri differenti rispetto a quelli utilizzati da azionisti "diversificati". Nello specifico, potrebbe essere violata la regola di "*value enhancing*", verso altri criteri (sopravvivenza, crescita dimensionale ecc.). In particolare, la famiglia potrebbe avere un approccio verso il rischio caratterizzato da elevata avversione, che potrebbe indurla a rifiutare progetti di investimento convenienti, perché giudicati troppo rischiosi.

Complessivamente, gli aspetti positivi e negativi precedentemente evidenziati confermano la complessità di un fenomeno che, di per sé, presenta sfaccettature così numerose e tra loro interconnesse da rendere estremamente difficile riuscire ad isolare in che modo e misura il singolo elemento possa esercitare un qualche effetto nel caratterizzare il business familiare rispetto ad altre forme organizzative.

1.5 Oltre la teoria dell'agenzia: uno sguardo all'impresa familiare attraverso la *resource-based view* (RBV) e la *stewardship theory*

L'impresa familiare, per le sue caratteristiche intrinseche, si presta particolarmente bene ad essere osservata anche dal punto di vista di altre teorie d'impresa, quali, in particolare: la *resource-based view* (Barney, 1986 e 1991; Zahra *et al.*, 2004) e la *stewardship theory* (Davis *et al.*, 1997; Donaldson, Davis, 1991).

A differenza della teoria dell'agenzia, che rileva tanto elementi positivi quanto elementi negativi, rispettivamente, a favore e a carico del *family business*, entrambe queste teorie tendono a stressare il lato positivo del business familiare.

Secondo la RBV l'impresa familiare è dotata di risorse strategiche (si veda punto 2, paragrafo 1.4.1) che potrebbero permetterle di acquisire un vantaggio competitivo nei confronti delle altre imprese. Tra queste risorse "inimitabili" possiamo individuare: la "culture", la presenza del fondatore come soggetto capace di apportare competenze e capacità uniche, il coinvolgimento di più generazioni nella gestione, la possibilità di creare un *network* relazionale tra i familiari e gli altri *stakeholders*, la visione di lungo periodo della famiglia che dovrebbe favorire una corretta valutazione degli investimenti secondo regole di convenienza economica ecc..

La *stewardship theory*, che è quella che maggiormente si contrappone alla teoria dell'agenzia, vede la famiglia come "steward" dell'impresa e, in quanto tale, come soggetto i cui interessi sono perfettamente allineati a quelli dell'impresa. Nella *stewardship theory*, infatti, si assume che i managers siano mossi da interessi collettivistici, pro-organizzativi e, perciò, che siano capaci di massimizzare il proprio benessere a prescindere dalla razionalità economica, su cui si basa la teoria dell'agenzia, che impone la massimizzazione della propria funzione di utilità in un'ottica individualistica ed egoistica. Il manager si pone come obiettivo prioritario il benessere dell'organizzazione (impresa) e, attraverso, quello, riesce a soddisfare il proprio. Il benessere dell'uno (il manager) è funzione di quello dell'altra (l'impresa). Da ciò ne consegue che non vi è alcun conflitto tra manager e azionista, essendo il primo mosso dall'intenzione di salvaguardare e far crescere l'impresa, che è anche l'obiettivo del secondo.

Questa impostazione presuppone:

- 1) che all'interno dell'organizzazione vi sia un comportamento cooperativo dei suoi membri;

- 2) che prevalga un approccio *involvement-oriented* piuttosto che un approccio *control-oriented* dei managers (e degli addetti in genere) e conseguente presenza dei managers negli organi di direzione. L'”*empowerment*” dei dipendenti è un punto cruciale: ciascuno deve essere coinvolto e deve avere voce in capitolo, nell'ambito della sua sfera di competenza, nelle decisioni aziendali;
- 3) che ciascuno sia considerato al pari degli altri limitando al minimo le gerarchie;
- 4) che le motivazioni puramente economiche (motivazioni “estrinseche”: denaro, *benefit* in genere) siano prevaricate da quelle “intrinseche” (reputazione, realizzazione nel lavoro, crescita personale ecc.).

L'impresa familiare è, probabilmente, l'ambiente più fecondo per l'evoluzione della *stewardship theory*, essendo capace di spiegare, meglio della teoria dell'agenzia, gli aspetti retrostanti i legami familiari, che si affiancano a quelli economici.

In altri termini, la natura familiare del *business* può assumere un ruolo particolarmente rilevante, poiché rende applicabili e concreti gli aspetti, precedentemente esposti, sui quali la *stewardship theory* fa perno e che, alla luce della rilevanza che gli elementi “personali” hanno in questa teoria, non sembra, almeno in apparenza, poter attecchire facilmente in forme organizzative in cui gli aspetti economici e puramente razionali sono dominanti, aventi strutture di potere complesse, articolate, gerarchizzate, che lasciano poco spazio all'interazione dei singoli, come soggetti in grado di “dire la loro”.

In quest'ottica, le esigenze di monitoraggio richieste dalla teoria dell'agenzia ai membri della famiglia e, in caso di familiari “*entrenched*”, agli *outsiders* verso i membri della famiglia, non sono necessarie e l'eventuale presenza di soggetti esterni nella proprietà e/o nel consiglio di amministrazione sarebbe giustificata solo in termini di contributi personali aggiuntivi che questi sarebbero in grado di apportare all'impresa. Il consiglio di amministrazione, perciò, dovrebbe svolgere un ruolo di servizio e consulenza, piuttosto che di monitoraggio e disciplina (Corbetta, Salvato, 2004). Dal punto di vista

della sua composizione dovrebbero essere dominanti i membri “interni” (familiari), rispetto a quelli “esterni”.

Tutte e tre le teorie, con argomentazioni differenti, tendono a vedere l’impresa familiare come maggiormente avversa al rischio rispetto alle altre forme di *governance* (Casson, 1999; Chami, 1999; Anderson *et al.*, 2003; Mishra, McConaughy, 1999). La RBV giustifica ciò con il rischio che comportamenti particolarmente aggressivi da parte del management possano danneggiare la reputazione della stessa (ad esempio, si pensi alle conseguenze negative che deriverebbero da un eventuale dissesto) e, quindi, un’importante risorsa dell’impresa. Alternativamente, può essere la stessa “*culture*” a spingere i familiari ad adottare un atteggiamento maggiormente ostile verso il rischio (Dertouzos *et al.*, 1989).

La *stewardship theory*, vedendo la famiglia come “custode” dell’impresa, può essere indotta a ritenere che la famiglia mostri un comportamento “conservativo” finalizzato alla tutela dell’impresa stessa, la quale viene anche vista come un bene da tramandare agli eredi e per il quale la perdita del controllo provocherebbe maggiori danni rispetto a quelli che sopporterebbero altre tipologie di grandi azionisti.

La teoria dell’agenzia, facendo leva sull’elevata concentrazione e scarsa diversificazione del patrimonio familiare nell’impresa, argomenta circa i minori rischi di comportamenti opportunistici da parte del management, rispetto ad una struttura proprietaria atomistica, formata da azionisti piccoli e con portafogli diversificati, disposti e propensi ad accettare investimenti che generano problemi di *risk-shifting* e *risk-enhancing*, qualora il legame tra valore del capitale netto e quello degli *assets* aziendali non sia più diretto, vale a dire, in caso di divergenza tra i due.

In altri termini, la famiglia, facendo leva, principalmente, sul lungo orizzonte temporale di riferimento e sull’elevata concentrazione patrimoniale sarebbe indotta, con l’obiettivo di garantire una sana e duratura gestione, a privilegiare la massimizzazione del valore dell’impresa, piuttosto che quello dell’*equity*, qualora i due obiettivi, come già detto, dovessero non coincidere: la famiglia, perciò, in qualità di grande azionista, potrebbe contribuire a ridurre i costi di agenzia del debito “via” miglior monitoraggio e potere da parte dei familiari sulle decisioni aziendali.

Aperta, come già segnalato, è la questione circa il fatto che, a fronte di un maggior allineamento tra interessi della famiglia e quelli dei creditori (Anderson *et al.*, 2003; Filatotchev, Mickiewicz, 2001), si possa determinare una separazione tra gli interessi della famiglia e quelli degli azionisti di minoranza.

1.6 Dati e considerazioni sulla diffusione del business familiare

Allo stato attuale non esistono dati “ufficiali” circa la diffusione del business familiare nei vari paesi, principalmente, per le motivazioni esposte inizialmente. Tuttavia, sia attraverso indagini direttamente finalizzate a valutare il “peso” di questa forma di *governance* nell’economia, che “indirettamente”, attraverso studi i quali, sulla base di dati campionari, si propongono di analizzare alcune caratteristiche del business familiare, è possibile trarre alcune informazioni, spesso sotto forma di stime, che ci possono fornire un’idea più precisa della rilevanza del fenomeno.

In quest’ambito, l’indagine più completa, sia per numerosità dei paesi analizzati, che per il dettaglio dei dati raccolti, è l’indagine IFERA (*International Family Enterprise Research Academy*) 2003 (Cappuyens *et al.*, 2003), condotta contattando, tra il gennaio e l’agosto del 2002, più di 70 persone, tra ricercatori e professionisti, operanti a vario titolo nell’ambito del business familiare e in vari paesi, e richiedendo loro di fornire delle statistiche circa la diffusione del fenomeno.

I risultati dell’indagine sono esposti nella Tabella 2. Come si può vedere, i dati raccolti (il tasso di risposta è stato del 60%) sono esposti in funzione della definizione di impresa familiare, seguendo lo schema di Shanker, Astrachan (1996) illustrato in precedenza, della misura utilizzata per esprimere l’ampiezza del fenomeno e dell’attendibilità della misura impiegata.

L’indagine solleva alcune evidenze meritevoli di commento:

1) il business familiare costituisce il modello proprietario e di *governance* numericamente più diffuso nel mondo: in tutti i paesi considerati la percentuale di imprese familiari supera, spesso ampiamente, il 50%. La sua rilevanza è, in parte, ridimensionata se andiamo ad osservare il suo contributo alla formazione del GDP, dove si osservano differenze, rispetto alla percentuale numerica, prossime anche ai 50 punti percentuali.

Le maggiori discrepanze si riscontrano nei paesi anglosassoni (USA, Canada e Australia), nei paesi del nord Europa (Danimarca, Islanda e Finlandia) e in alcuni altri paesi europei (Belgio e Polonia). La motivazione delle differenze va ricercata, principalmente, nella minore dimensione delle imprese familiari rispetto alle altre e nel tipo di attività in cui le imprese familiari sono prevalenti (ad esempio, in Polonia, dove vi è una diffusa presenza delle imprese familiari nel settore agricolo, caratterizzato da una bassa produttività del lavoro, esso registrava, nei primi anni del 2000, un contributo per una percentuale compresa tra il 3% e il 5% alla formazione del GDP¹).

2) Sorprendente appare il dato relativo agli Stati Uniti e, in parte, quello rilevato per il Regno Unito in relazione alla percentuale di imprese familiari: a differenza della “comune” convinzione circa la scarsa rilevanza del fenomeno nei paesi anglosassoni, l’indagine mostra come anche in USA e in UK il business familiare costituisca una fetta rilevante nell’economia del paese. Per gli USA il dato è spiegabile, almeno in parte, dal fatto che Shanker, Astrachan (1996) considerano anche imprese individuali, escluse nella gran parte degli altri studi. Comunque, considerando il contributo al GDP e all’occupazione, i dati mostrano un significativo ridimensionamento della loro rilevanza.

A conferma di quanto appena detto, utilizzando la definizione “stretta”, anziché quella “ampia”, cosa che elimina praticamente tutte le imprese individuali, si

¹ Fonte: EIU, *Economist Intelligence Unit, country report, July 2007*.

ottiene un ridimensionamento molto consistente: circa il 18,50% delle imprese sono familiari; il loro contributo al GDP è pari al 12%; 15% quello all'occupazione.

Astrachan, Shanker (2003) aggiornano al 2000 i risultati esposti nell'indagine IFERA 2003 per gli USA, rilevando evidenze non dissimili, ma che denotano una crescita del “peso economico” del *family business*: 89% di imprese familiari (40% usando la definizione “media” e 11% usando la definizione “stretta”); 65% il contributo al GDP, salito in misura rilevante rispetto al 49% (59% usando la definizione “media” e 29% usando quella “stretta”); 62% il contributo all'occupazione (27% usando la definizione “stretta”).

- 3) I paesi sud americani, nonché, anche se in misura più contenuta, quelli asiatici, mostrano una notevole incidenza del *family business*. Il risultato è legato strettamente al tipo di economia, tipicamente caratterizzata dalla presenza dominante di soggetti (famiglie) “*ultra-high net worth*” che controllano grandi aziende.

Ad esempio, in Messico, le prime 20 imprese quotate sono interamente controllate da famiglie; in Argentina, il 65% delle prime 20 imprese quotate e l'80% delle 10 imprese con una capitalizzazione appena superiore a 500 milioni di dollari sono familiari (Morck, Yeung, 2004). Risultati simili, anche se con percentuali meno nette, li ritroviamo per i paesi asiatici (Hong Kong, Corea del Sud e Singapore), con l'eccezione del Giappone a causa, soprattutto, del diverso modo di esercitare il controllo: diffusa è la presenza del *keiretsu*, che consiste in un *network* di imprese, caratterizzato dalla presenza di una banca (*main bank*) “al centro” del gruppo, tenuto insieme da partecipazioni reciproche. In pratica, la *main bank* detiene azioni delle altre imprese del gruppo, benché, per legge, non possa superare la soglia del 5% del capitale di ogni singola impresa e, a loro volta, le altre imprese del gruppo detengono azioni della banca e di eventuali altri intermediari finanziari presenti nel gruppo. Il risultato che si ottiene da una simile struttura è che, nonostante molte imprese non abbiano un azionista

dominante, di fatto, le partecipazioni reciproche e incrociate riducono notevolmente il numero di azioni “disponibili” per gli investitori esterni al gruppo rendendo difficilmente contendibile il controllo.

Questa struttura spiega i risultati riscontrati da Claessens *et al.* (2000), i quali, indagando la proprietà e il controllo societario in vari paesi asiatici, hanno rilevato che oltre il 40% delle imprese quotate giapponesi non hanno un azionista dominante (usando la soglia del 10% del capitale) e circa il 39% sono controllate da istituzioni finanziarie. Usando la soglia del 20%, le imprese non controllate salgono all’80% e quelle controllate da istituzioni finanziarie scendono al 7%.

- 4) Come atteso, in Europa, il paese che mostra i valori più elevati, sia con riferimento alla diffusione numerica che con riferimento all’occupazione, è l’Italia, dove l’elevata concentrazione proprietaria e il capitalismo familiare costituiscono, da sempre, un tratto distintivo dell’economia italiana.

Oltre all’indagine IFERA 2003, specificamente diretta a valutare l’entità del fenomeno del *family business*, troviamo altri studi che, nell’ambito di un’analisi *cross-country* sulla struttura proprietaria delle imprese, forniscono statistiche sulla diffusione del modello familiare nei vari paesi (per l’Europa: Faccio, Lang, 2002; per l’Asia: Claessens *et al.*, 2000).

Nel confrontare i dati delle diverse indagini si devono considerare due elementi rilevanti di carattere generale:

- a) in IFERA 2003 le imprese oggetto di indagine possono essere sia quotate che non, mentre nei due studi citati si considerano solo imprese quotate (l’aspetto è rilevante per l’influenza che la dimensione, normalmente maggiore per quelle quotate, può avere sul carattere “*family*” del business, tipicamente più diffuso nelle *small* e *medium caps*, nonché per la tendenza delle imprese familiari a rimanere *privately-held*);

- b) nei due studi citati la qualificazione dell'impresa familiare è fatta esclusivamente sulla base del possesso (diretto o indiretto), da parte della famiglia, di una quota di capitale votante superiore ad una certa soglia, elemento che, di per sé, tenderebbe a far includere l'impresa familiare solo nella definizione "ampia".

Osservando i dati presenti nelle Tabelle da 3 a 6, si conferma, anche tra le imprese quotate, quanto emerso in IFERA 2003: predominanza, in pressoché tutti i paesi europei ed asiatici, del controllo familiare, il quale, come ci si poteva attendere, cresce al ridursi delle dimensioni.

Rispetto all'indagine IFERA 2003 i dati sono meno "eclatanti". Questo risultato tende ad avvalorare le seguenti considerazioni:

- 1) la minor propensione delle imprese familiari verso la quotazione;
- 2) un potenziale "*size effect*" che incide sulla struttura proprietaria (struttura proprietaria più diffusa in corrispondenza di maggiori dimensioni dell'impresa), nonché sulla decisione di quotarsi (minore propensione della piccola impresa verso la quotazione);
- 3) la naturale tendenza verso strutture proprietarie meno concentrate in corrispondenza della quotazione in borsa.

Il dato sul Regno Unito si riporta verso valori decisamente più moderati. Anche per gli Stati Uniti, La Porta *et al.* (1999), analizzando società quotate, rilevano valori decisamente più contenuti. Nello specifico, sulla base di dati relativi al 1995, gli autori rilevano che, tra le prime 20 società per capitalizzazione e usando una soglia di controllo del 20%, solo il 20% sono familiari². Abbassando la soglia del controllo al 10%, la percentuale non muta. Considerando, invece, le più piccole 10 società con una capitalizzazione di almeno 500 milioni di dollari, la percentuale di imprese familiari,

² Sono considerate familiari le imprese che hanno come azionista di controllo "ultimo" una persona fisica.

usando una soglia di controllo del 20%, scende al 10%, mentre è pari al 30% usando un *cut-off* del 10% per definire il controllo.

Complessivamente, si nota che:

- 1) la quotazione in borsa, le differenze dimensionali *cross-country* e *country-wide* delle imprese, la definizione usata per qualificare il business familiare incidono in maniera rilevante nella stima del “peso” del *family business*.

Nello specifico: la piccola dimensione, la non quotazione e l’uso di una definizione “ampia” di impresa familiare tendono ad amplificare il fenomeno;

- 2) nonostante le differenze legate ai fattori evidenziati al punto (1), l’impresa familiare è il modello di *governance* prevalente in quasi tutti i paesi. Sembrano fare eccezione: Stati Uniti, UK, Irlanda, Giappone. Il peso è decisamente elevato nei paesi dell’America latina ed asiatici (salvo il Giappone), più contenuto nell’Europa scandinava.

Capitolo 2

Il “*family effect*” sulla performance dell’impresa: l’evidenza empirica internazionale

2.1 Introduzione

In questa parte dello studio si cercherà di trarre qualche indicazione più precisa sui possibili effetti che la proprietà e/o la gestione familiare possono avere sulla performance dell’impresa, cercando di adottare un approccio organico che, attraverso l’analisi di alcuni dei principali studi che hanno indagato il fenomeno, cerchi di isolare fattori di differenza e di convergenza tra i diversi studi e che possa permettere l’identificazione di elementi “guida” circa il legame tra impresa familiare e performance, nonché eventuali, ulteriori, fattori che possano condizionare il legame impresa familiare-performance.

La letteratura che ha avuto come oggetto l’impatto del carattere “*family*” dell’impresa sulla performance inizia ad essere piuttosto corposa, nonostante gran parte degli studi del filone siano di recente elaborazione / pubblicazione. Questo dimostra, da un lato, una “riscoperta” del modello dell’impresa familiare che, nonostante la sua notevole diffusione nell’economia, è stato “storicamente” trascurato a vantaggio del modello *public company* rispetto al quale la letteratura, teorica ed empirica, è molto vasta, e dall’altro, la concreta intenzione di analizzare se il modello del business familiare sia premiante, con riferimento alla performance contabile e di mercato dell’impresa, rispetto ad un modello non familiare (*public company, state-owned* ecc.).

Volendo schematizzare le principali tipologie di analisi che, normalmente, vengono condotte dagli studi del filone, esse possono essere ricondotte a 2 macro-aree:

- 1) analizzare se, in termini generali, il coinvolgimento di familiari nella proprietà e/o nella gestione possa costituire un elemento di miglioramento della performance rispetto ad imprese non familiari;
- 2) analizzare sotto quali condizioni, specie con riferimento alla *governance* (intesa in senso estensivo: presenza / assenza di amministratori indipendenti, CEO *duality* / *non-duality*, presenza / assenza di azionisti di minoranza ecc.) dell'impresa e al contesto giuridico di riferimento, il *family business* risulta essere “premiante” o, al contrario, una soluzione perdente sia rispetto ad imprese non familiari ma anche ad imprese familiari che non soddisfano tali condizioni.

Le due strutture d'analisi sono strettamente interconnesse e, spesso, vengono realizzate congiuntamente.

2.2 Qualche valutazione preliminare sugli studi indagati

Nella selezione degli studi ci si è proposto, come principale criterio di scelta, di “coprire” un ampio spettro di paesi indagati, sulla base di due considerazioni principali:

- 1) le caratteristiche del contesto giuridico a tutela degli investitori (qualità delle leggi, dei regolamenti emanati da organi di vigilanza sui mercati e sulle società e dell'*enforcement*) possono influenzare tanto la “concezione” che gli investitori possono avere dell'impresa familiare, quanto la performance dell'impresa stessa;
- 2) le caratteristiche di struttura proprietaria, specie con riferimento alla concentrazione, possono condizionare la qualificazione di impresa familiare, nonché avere effetti sul ruolo della famiglia nell'impresa.

Sulla base di ciò, come si nota dalla Tabella 7, gli studi indagati analizzano Stati Uniti (AR, VA, CCL), Asia (CDFL, K) ed Europa (BC, V, M, ST).

Le imprese analizzate nei diversi campioni sono sempre quotate, tranne che negli studi di K e CCL, dove la selezione del campione non assume la quotazione come uno dei criteri di riferimento.

A parte gli studi di CDFL, M e BC, che conducono indagini *cross-country*, gli altri studi si concentrano su un singolo paese: K sulla Corea del Sud; AR, VA e CCL sugli USA; V sull'Italia e ST sulla Francia.

La numerosità delle imprese del campione è molto differente tra uno studio e l'altro: si va dalle 205 imprese di V fino alle circa 2.000 del campione di K. Relativamente all'incidenza delle imprese familiari sul totale delle società campionate, le percentuali minori, come atteso, sono rilevate per gli Stati Uniti. Sembra fare eccezione lo studio di CCL, il quale rileva una quota molto elevata di imprese familiari, presumibilmente, per il fatto che le imprese del campione sono piccole e, la gran parte, non quotate. La percentuale maggiore (76,60%), come ci si poteva attendere, è stata rilevata da V, che analizza imprese italiane. Comunque, anche ST riscontrano un "peso" consistente (75%) di imprese familiari. Anche i paesi asiatici, evidenza già sollevata quando è stata tratta la diffusione del business familiare, mostrano percentuali piuttosto elevate e vicine a quelle di BC e ST. Si sottolinea che, aspetto che verrà approfondito in seguito, la numerosità delle imprese familiari è fortemente influenzata dalla definizione che ne viene fornita.

Il solo studio che non fornisce una misura dell'incidenza del *family business* è K: esso si limita a misurare la quota proprietaria detenuta dalla famiglia, in ciascuna società, semplicemente come differenza tra la somma delle quote detenute dai principali azionisti (quelli che posseggono almeno il 10% del capitale) e la somma delle quote facenti capo ad investitori istituzionali. Tale metodologia comporta, con estrema probabilità, una sovrastima dell'incidenza della proprietà familiare considerando che, non necessariamente, l'azionista individuale non istituzionale è legato alla famiglia controllante. Non è dato sapere in quanti casi la quota così calcolata sia maggioritaria,

cosa che avrebbe permesso di identificare le imprese familiari. Lo studio, da questo punto di vista, non fa alcuna distinzione del tipo *family* vs. *non-family*.

Anche l'arco temporale dell'indagine varia sensibilmente tra un studio e l'altro: CDFL, ad esempio, limitano l'indagine ad un solo anno, il 1996; V, presumibilmente per incrementare il numero di osservazioni, analizza 12 anni (dal 1986 al 1997); lo studio che analizza l'arco temporale più recente è BC: dal 1999 al 2001.

Tutti gli studi hanno eliminato dal campione le imprese finanziarie e, alcuni (CDFL, VA, AR, BC), le *utilities* per i problemi nella comparazione delle performance con le imprese di altri settori.

A livello dimensionale tutti gli studi, tranne CCL, analizzano imprese di grandi dimensioni (K, V e CDFL non forniscono tale informazione). Si nota, chiaramente, come le imprese familiari siano sistematicamente più piccole.

A livello settoriale, per gli studi che forniscono una simile informazione (AR, VA, BC, ST e CDFL), si nota che i settori maggiormente rappresentati sono: il chimico, l'alimentare, il tessile, quello dei macchinari industriali e dei beni di consumo durevoli. Nelle imprese asiatiche, a differenza delle altre, tra i settori che hanno il maggior peso, il settore dei macchinari industriali è quello meno rappresentato, a favore del tessile che, invece, sembra avere un'incidenza rilevante. Le imprese familiari sembrano presidiare, in misura maggiore e generalizzata (cioè prescindendo dal campione analizzato), il settore editoriale, quello tessile, il *retail* e il manifatturiero in generale. Al contrario, la loro presenza sembra essere meno rilevante nel settore chimico, nel settore dei macchinari industriali e, in generale, nei settori aventi alto contenuto tecnologico.

In via preliminare si nota che gli studi hanno condotto due distinte tipologie di analisi: alcuni (CDFL, K) hanno esaminato il legame tra proprietà familiare e performance, cioè hanno posto in relazione la quota proprietaria detenuta dalla famiglia con la performance dell'impresa; altri (CCL, BC, ST, V) hanno condotto un'analisi di comparazione tra imprese familiari e non familiari, tipicamente usando una variabile dummy; altri ancora hanno condotto entrambe le indagini (AR, VA, M).

La maggior parte degli studi trovano un legame positivo tra performance e impresa familiare (BC, AR, VA, M, ST). Tuttavia, ve ne sono alcuni che rilevano evidenze

opposte (V) o incerte (CCL). Inoltre, se è vero che negli studi *cross-country* (M, BC), complessivamente, c'è una tendenza che attribuisce un ruolo positivo all'impresa familiare, è altrettanto vero che, andando ad analizzare sottocampioni formati da imprese di un singolo paese, non c'è univocità di evidenze: ad esempio, BC rilevano, coerentemente con V, un legame negativo tra impresa familiare e performance nel sottocampione di imprese italiane; M, che rileva migliori performance per le imprese familiari, distinguendo i paesi in funzione del grado di tutela degli azionisti minoritari non rileva alcun legame significativo per i paesi che hanno un sistema giuridico poco protettivo degli investitori. BC, tuttavia, pur analizzando, prevalentemente, imprese di paesi con un grado di tutela degli investitori medio-basso, non sembrano ottenere risultati coerenti con quelli di M.

Per gli studi che analizzano il legame proprietà familiare-performance (K, CDFL, AR, VA, M), complessivamente, il legame rilevato è sempre positivo (tranne che in M). Questo risultato si può prestare a differenti interpretazioni che verranno approfondite in seguito. CDFL che, complessivamente, rilevano un legame positivo, non sempre trovano un simile riscontro in tutti i singoli paesi asiatici: alcuni forniscono risposte incerte.

Dopo questa breve panoramica introduttiva su quello che è stato rilevato, in prima istanza, nei vari studi, nel prosieguo si cercherà di sviluppare in maniera più dettagliata e sistematica gli aspetti che sembrano maggiormente rilevanti nello spiegare elementi di differenza e di conformità tra i diversi studi.

2.3 Il campione d'indagine: approfondimenti

2.3.1 Selezione del campione e definizione di impresa familiare: la proprietà come parametro dominante

Rinviando il lettore alla Tabella 7 per una descrizione analitica di alcune delle caratteristiche principali dei campioni analizzati nei vari studi, alcuni dei quali sono stati già inquadrati nel paragrafo precedente (dimensione delle imprese, età, settore ecc.), qui si cercherà di sollevare all'evidenza e commentare elementi di differenza (o di uguaglianza) tra i diversi campioni che meritano un approfondimento in quanto potenzialmente utili a spiegare i risultati finali, nonché a farsi un'idea più precisa su come il fenomeno del *family business* è stato qualificato.

AR analizzano 403 imprese (141 familiari) prelevate dallo *Standard & Poor's 500*, dal 1992 al 1999. VA, a differenza, ne analizzano 508 prelevate dalla lista *Fortune 500* per il periodo 1994-2000. Le imprese familiari sono definite da AR come imprese in cui la famiglia è azionista o è presente nel CdA (consiglio di amministrazione). VA, alla definizione di AR, aggiungono, come condizione ulteriore, il possesso di un pacchetto azionario almeno del 5%, ottenendo una percentuale di imprese familiari simile (37%).

Si fa notare come gli autori richiedano semplicemente “la presenza” della famiglia, a differenza degli altri studi che richiedono condizioni più stringenti e, nonostante ciò, rilevano un “peso” maggiore di imprese familiari nei loro campioni a dimostrazione che il concetto di impresa familiare è fortemente condizionato da variabili proprietarie e di *governance* differenti tra un paese e l'altro e, all'interno dello stesso paese, possiamo trovare diverse configurazioni di tali variabili con effetti significativi sulla definizione e sul peso del business familiare.

Nello specifico: BC richiedono il possesso di almeno il 50% del capitale da parte di un singolo soggetto o famiglia (abbassando la soglia al 10%, la quota di imprese familiari sale dal 46,50% al 52,60%); M richiede il possesso del 10% (il 63% delle imprese del campione sono familiari, includendo anche quelle che hanno come azionista di controllo una società non quotata per la quale non è stato possibile identificare l'azionista ultimo. La percentuale scende al 31% se consideriamo solo quelle in cui la famiglia è stata identificata come principale azionista); ST fissano una soglia del 20%; V e CDFL non fissano soglie particolari ma, semplicemente, considerano familiari quelle in cui il

principale azionista “ultimo” è una famiglia. CDFL fissano delle soglie solo per quantificare il fenomeno (si veda la Tabella 7).

A parte V e CDFL, gli autori, come prevedibile, sembrano fissare soglie proprietarie più elevate dove la concentrazione proprietaria è maggiore: laddove la concentrazione proprietaria assume livelli elevati, la fissazione di soglie proprietarie troppo basse espone al rischio di sovrastimare la presenza delle imprese familiari. Rischio opposto si correrebbe nei paesi caratterizzati da una significativa diffusione dell’azionariato: la fissazione di soglie troppo alte potrebbe determinare la sottostima del fenomeno.

Molto probabilmente, considerando la frammentazione della proprietà molto maggiore negli USA, usando i valori di ST, BC e M, AR avrebbero qualificato come familiari un numero ancora più basso di imprese. VA ci fornisce una conferma di quanto appena detto: usando una soglia del 20%, la percentuale di imprese familiari scende notevolmente e si attesta al 12%.

Approccio differente, nel definire il campione delle imprese familiari, è usato in CCL, i quali, attraverso una tecnica di *clustering* (*quick clustering*), separano le imprese familiari dalle non familiari sulla base dei valori assunti da tre dimensioni: proprietà familiare; numero di familiari coinvolti nel management; possibilità che il futuro presidente della società sia un membro della famiglia.

Come si può notare, tutti gli studi assurgono a parametro classificatorio dominante la proprietà familiare. I motivi di una simile scelta possono essere diversi: il coinvolgimento nella proprietà è una grandezza oggettiva che si presta bene ad essere usata come indicatore tanto del carattere familiare dell’impresa, quanto dell’intensità di questa “familiarità”; è facilmente misurabile essendo, specie per le società quotate, un’informazione pubblicamente accessibile; spesso, è la condizione necessaria affinché possa sussistere un’impresa familiare; l’investimento di capitale di rischio da parte di persone fisiche legate da rapporti di parentela “garantisce”, come minimo, che la famiglia sia interessata all’andamento della società.

Quanto appena detto non implica, necessariamente, l’esclusività dell’uso del “fattore proprietario” come elemento definitorio. Infatti, molti studi (BC, M, ST, CCL, VA, AR, V) utilizzano, sia in interazione (BC, M, ST, CCL, VA, AR), che come elemento isolato

(VA, AR), la presenza della famiglia nei posti di comando (consiglio di amministrazione e/o management), misurando, anche con riferimento a questa dimensione, il legame con la performance. L'aspetto sul coinvolgimento della famiglia nella gestione sarà approfondito in seguito.

A parere di chi scrive, questi aspetti "classificatori" assumono un'importanza determinante, a volte sottovalutata negli studi del filone, che esercita un effetto, tanto rilevante, quanto difficile da quantificare, nelle analisi empiriche, rendendo il confronto tra gli studi un esercizio estremamente interessante, ma anche decisamente complesso.

Sorge all'evidenza un secondo aspetto rilevante e di differenza tra VA e AR nella metodologia di campionamento: è più probabile trovare imprese *high-growth* nell'S&P 500, la cui inclusione nell'indice è funzione della capitalizzazione di mercato, che nell'indice *Fortune 500* che, invece, considera come elemento di inclusione nell'indice il fatturato. Ora, considerando che le imprese familiari sono significativamente più giovani e più piccole, è possibile che l'elevata valutazione di mercato eventualmente riscontrabile per le imprese familiari (elevati valori della Q di Tobin) non sia affatto connessa ad elementi di proprietà e *governance* ma, semplicemente, allo stadio di crescita. Questo rischio è maggiore nel campione di AR, rispetto a quello di VA. In altri termini, in AR può essere possibile riscontrare con maggior frequenza imprese *founder-controlled* caratterizzate da valutazioni di mercato elevate essendo in una fase caratterizzata da elevate opportunità di crescita. Negli altri studi simili problemi di *selection bias* sono di minore rilevanza in quanto la selezione del campione non viene fatta sulla base di indici o portafogli di imprese che soddisfano particolari requisiti di crescita o dimensionali.

Un terzo elemento da sottolineare è che l'intervallo di tempo analizzato da VA, AR e ST tende a sovrapporsi. Negli altri studi gli archi temporali indagati tendono ad essere differenti. Solo CCL e M analizzano un singolo anno (1998 per M; 1999 per CCL).

2.3.2 Concentrazione proprietaria

AR e VA rilevano una concentrazione proprietaria per le imprese familiari piuttosto simile (18% e 16% la quota proprietaria detenuta dalla famiglia) e più contenuta rispetto agli altri studi che, viceversa, ottengono valori più elevati. BC rilevano, relativamente alle imprese familiari, una quota media di flussi di cassa percepiti dall'azionista "ultimo" pari al 35,60%. La quota sale al 46% se si considerano i diritti di voto; M rilevano una quota media dei *cash flow rights* (CFR), sul campione complessivo, del 29,50%, che sale al 33,40% se consideriamo i *voting rights* (VR). Limitando l'osservazione alle sole imprese familiari, la quota proprietaria si alza decisamente portandosi al 37,55% circa: questo denota come nelle imprese familiari la concentrazione proprietaria sia più elevata rispetto alle non familiari; ST rilevano una quota media di flussi di cassa, nel campione complessivo, del 48%; V, una quota mediana di flussi di cassa pari al 40,50% e di voti pari al 53,80% nel campione complessivo. CCL, pur esaminando imprese statunitensi, rilevano una concentrazione proprietaria molto elevata, a causa della notevole diversità del campione, costituito da piccole imprese per la gran parte non quotate (la famiglia possiede, in media, il 98% del capitale); K rileva un valore contenuto per la proprietà familiare in caso di imprese quotate e appartenenti a "*chaebols*" (organizzazioni di imprese familiari, di grandi dimensioni, finanziate per gran parte da debito, altamente diversificate e "tenute insieme" da rapporti di partecipazione infragruppo e reciproci): rispettivamente, 21,80% e 25,10% in media e, viceversa, valori decisamente più elevati per le imprese non appartenenti a "*chaebols*" (53,50% in media).

Il dato della Corea va attentamente interpretato anche alla luce delle caratteristiche dell'ambiente legale che caratterizza il paese e della metodologia di misurazione della proprietà: la Corea del Sud rientra tra i paesi caratterizzati da un ambiente legale di tutela degli investitori di scarsa qualità (ad esempio: gli investitori istituzionali esercitano un livello di pressione e *monitoring* nei confronti del management pressoché inesistente per effetto della presenza di restrizioni al diritto di voto per questi soggetti; la normativa che disciplina le partecipazioni reciproche e infragruppo è facilmente

eludibile ecc.). Sullo sfondo di una *governance* “povera” e di un azionariato abbastanza diffuso (caratteri singolari, se presenti contemporaneamente), K argomenta che è proprio la scarsa tutela degli azionisti minoritari che consente alle famiglie controllanti di essere tali detenendo una quota di proprietà limitata.

Più specificamente, lo scenario è il seguente: **1)** la scarsa tutela degli azionisti di minoranza disincentiva gli stessi da qualsiasi forma di partecipazione alla vita societaria, permettendo all’azionista di controllo di mantenere il “dominio” sulla società con una bassa quota di partecipazione (fino al 1998 la quota proprietaria per esercitare i diritti delle minoranze era fissata al 5%); **2)** nonostante gli investitori istituzionali siano presenti, molto più che in altri paesi, il loro ruolo è meramente “passivo” causa restrizioni al diritto di voto (ad esempio, la “*shadow voting regulation*” fa sì che l’investitore istituzionale debba assumere una posizione neutrale in assemblea attribuendo i propri voti proporzionalmente a quelli degli altri azionisti); **3)** nonostante la presenza di una regolamentazione contro le partecipazioni reciproche, la stessa è facilmente aggirabile attraverso la struttura di gruppo in quanto disciplina solo i legami partecipativi reciproci diretti. Ciò produce come effetto quello di rendere contenuta la proprietà direttamente detenuta dalla famiglia, ma maggiormente concentrata quella che considera anche le partecipazioni reciproche infragruppo³.

Complessivamente, la scarsa concentrazione proprietaria che troviamo nelle imprese coreane, specie nei “*chaebols*” e nelle imprese quotate, ma non nelle imprese familiari “indipendenti”, è da attribuirsi ai seguenti elementi: - si considera solo la partecipazione diretta della famiglia; - presenza di restrizioni legali, sopra descritte, per gli azionisti non di controllo; - uso ampiamente diffuso della struttura di gruppo e di altri strumenti di separazione tra proprietà e controllo; - la gran parte delle imprese che non fanno parte di “*chaebols*” non sono quotate.

³ Si sottolinea che, nel periodo d’indagine, in Corea non erano ammesse le *holding* di partecipazione. I gruppi, quindi, erano, principalmente, gruppi associativi simili a quelli presenti nell’economia giapponese.

La situazione, dunque, è ben diversa da quella che caratterizza i “classici” paesi ad azionariato diffuso (USA, UK, Irlanda ecc.) e sottostima il reale livello di concentrazione proprietaria.

CDFL sottolineano un problema simile a quello emerso in K nel calcolo del “peso” del business familiare e della quota proprietaria attribuibile alla famiglia. Specificamente, CDFL sottolineano come, specie per soglie di controllo elevate (20% e 40%), ci potrebbe essere una sottostima significativa delle società che hanno un azionista di controllo e, in modo particolare, di quelle familiari.

Ciò deriva dal fatto che, spesso, le imprese del campione fanno parte di gruppi nei quali: **1)** la famiglia, spesso, detiene direttamente solo una ridotta quota di proprietà; **2)** molte imprese del gruppo sono legate da rapporti di partecipazione reciproci che aumentano la quota di proprietà che, complessivamente, fa capo alla famiglia; **3)** molte di queste imprese non sono quotate e, di esse, non si dispongono di informazioni sulla struttura proprietaria.

Complessivamente, a parte i due studi che analizzano imprese statunitensi (AR e VA) e lo studio di M, la concentrazione proprietaria rilevata è medio-alta. Salta all’evidenza il fatto che, nonostante M includa imprese UK e Irlandesi, che rappresentano il 40,30% del campione, egli rileva, per le imprese familiari, un quota di flussi di cassa percepiti dal principale azionista simile a quella rilevata da BC, che, al contrario, non considerano paesi anglosassoni, tipicamente caratterizzati da strutture proprietarie diffuse. Questo risultato si presta ad una duplice considerazione: nell’impresa familiare la concentrazione proprietaria tende ad essere elevata, a prescindere dal paese (purtroppo, lo studio di M non fornisce informazioni dettagliate sulle strutture proprietarie, distinte per paese, cosa che avrebbe permesso di confermare o meno l’affermazione); nel campione di M, la quota di imprese non familiari sono caratterizzate da un azionariato maggiormente diffuso rispetto a BC, determinato, molto probabilmente, dall’inclusione di Irlanda e Regno Unito.

2.3.3 Separazione tra proprietà e controllo

Gli unici studi che forniscono informazioni sulla separazione tra proprietà e controllo sono BC, V, M e VA, con risultati differenti. BC rilevano un “*wedge*” (differenza tra *voting rights* e *cash flow rights*) medio del 6,80% che, come ci si poteva attendere, aumenta per le imprese familiari, le quali presentano il maggior grado di separazione (10,40%). Solo il 43% delle imprese familiari non ha separazione tra proprietà e controllo e, relativamente all’uso di strumenti di leva azionaria, le imprese familiari sono quelle che più ne fanno ricorso: il 31% hanno *dual-class shares* e il 15% usa la struttura piramidale per l’esercizio del controllo. Inoltre, BC rilevano una separazione più elevata per le imprese “*heir-controlled*” (qualificate come tali le imprese in cui il fondatore non è più vivo). Questo risultato è plausibile e si presta ad una duplice interpretazione: gli eredi potrebbero voler mantenere il controllo limitando al minimo l’utilizzo di proprie risorse, evitando che ciò possa ostacolare la crescita dell’impresa (VA); una *view* più “maliziosa” potrebbe portare ad affermare che gli eredi abbiano una tendenza più spiccata all’appropriazione di benefici privati e, perciò, allo sfruttamento della ricchezza ereditata (Morck, Yeung, 2004; Morck *et al.*, 2000). Valori più bassi si riscontrano per le *state-owned* e per quelle controllate da intermediario finanziario.

V, che analizza imprese italiane su un arco temporale più lontano rispetto a BC, rileva una separazione decisamente più “spinta”: il “*wedge*” mediano è pari al 13,30%, quello medio al 18,40%.

M, al contrario, rilevano una separazione decisamente più bassa: il “*wedge*” medio è del 3,90%, quello mediano pari a 0. In M, a differenza di BC, il “*wedge*” è maggiore per le imprese non familiari (5,41% contro 4,10%, differenza statisticamente significativa).

Nonostante BC e M abbiano condotto analisi *cross-country* su paesi europei e su archi temporali “vicini”, i due campioni sono sensibilmente differenti: in BC, come anticipato, sono stati esclusi a priori i paesi anglosassoni (Irlanda e UK) che, invece, sono quelli maggiormente rappresentati in M (UK + Irlanda rappresentano il 40,31% dell’intero campione). Ora, considerando che in questi paesi le strutture proprietarie tendono ad essere ad appannaggio del mercato, ciò spiega la differenza di risultati in

termini di minor “*wedge*” rilevato nel campione di M. Differenza ancora più marcata viene rilevata rispetto a V, che concentra lo studio su uno dei paesi europei caratterizzati da maggior concentrazione proprietaria, nonché separazione tra proprietà e controllo. Certo, la minor separazione riscontrata da M per le imprese familiari è abbastanza sorprendente: anche qui il risultato è condizionato dalle rilevanti differenze nella composizione campionaria. Difficile trarre considerazioni più precise in assenza di informazioni più dettagliate sulle imprese dei singoli paesi.

VA rilevano che il 50% delle imprese familiari fanno uso di *control-enhancing devices* (azioni a voto limitato, “piramidi”, partecipazioni incrociate e reciproche, accordi di voto), contro il 13% delle non familiari. Una conferma del dato viene dal “*wedge*” medio, decisamente più alto per le imprese familiari (17%), rispetto alle non familiari (0%).

Complessivamente, salvo M, tutti gli studi rilevano una maggiore separazione tra proprietà e controllo per le imprese familiari.

2.3.4 Il coinvolgimento della famiglia nella gestione: fondatore, eredi ed “esterni”

Alcuni studi (BC, VA, AR, ST, M) forniscono utili indicazioni al fine di valutare il coinvolgimento della famiglia negli organi di comando. Come evidenziato in precedenza, questo elemento, spesso, si accompagna alla variabile proprietaria per valutare, in maniera più diretta e intensa, l’influenza del coinvolgimento familiare. Infatti, di per sé, la proprietà familiare potrebbe essere poco significativa circa la presenza di un “*family effect*” nell’impresa se la gestione della società è affidata a soggetti non familiari. In questo caso, i caratteri peculiari della famiglia, probabilmente, avranno un impatto meno pervasivo sull’approccio alla gestione, cosa che potrebbe rendere l’impresa più vicina ad un’impresa non familiare che ad una familiare.

Venendo ai dati riscontrati, BC rilevano che solo nel 15% delle imprese familiari del campione non vi sono familiari nel CdA; nel 35% il CEO è un familiare e nel 50% almeno un familiare è presente nel CdA senza ruoli esecutivi. Distinguendo le imprese familiari tra quelle in cui il fondatore è ancora vivo (31,18%) e le altre (68,82%), BC evidenziano che, nelle prime, il 50% hanno il fondatore come CEO e nell'89% dei casi il fondatore è CEO o, comunque, è presente nel CdA senza ruoli esecutivi; nelle seconde, solo nel 27% dei casi il CEO è un erede e nel 55% c'è almeno un erede nel CdA ma senza ruoli esecutivi.

Dai dati mostrati appare evidente come la “deriva generazionale” venga trattata, almeno nell'ambito della gestione societaria, attribuendo il ruolo di capo azienda, spesso, ad un soggetto non familiare. Anche in questo caso le motivazioni possono essere differenti: - inadeguatezza degli eredi ad assumere il ruolo di vertice nell'azienda; - indisponibilità verso l'assunzione di ruoli di responsabilità e potere; - conflitti interni tra eredi che rendono impossibile e controproducente l'attribuzione delle funzioni di CEO ad un erede.

Anche VA, AR e ST effettuano una simile rilevazione. VA evidenzia che solo nel 34,48% delle imprese familiari il CEO e il presidente non sono familiari; negli altri casi, almeno uno di essi è un membro della famiglia controllante. Più specificamente, il fondatore è CEO nel 20,65% delle imprese familiari (nel 28,63% è presidente); gli eredi occupano la posizione di CEO nel 30,35% delle imprese familiari (nel 36,88% occupano il ruolo di presidente); nel 49% dei casi il CEO è un soggetto esterno alla famiglia (nel 34,48% delle imprese familiari è presidente); ST riscontrano che solo il 21,80% delle imprese familiari hanno un CEO non familiare; il 47,60% ha un CEO fondatore e il 30,60% hanno come CEO un erede.

AR rilevano risultati un po' differenti circa il “peso” della famiglia negli organi di comando: in AR oltre la metà (55%) delle imprese familiari hanno un CEO non familiare; solo nel 14% delle imprese familiari il CEO è il fondatore e nel 31% dei casi il CEO è un erede; M evidenzia che solo nel 33,33% delle imprese familiari il CEO, presidente o vice-presidente è un familiare.

Complessivamente, sembrano emergere le seguenti tendenze di interesse: **1)** il coinvolgimento dei familiari negli organi di governo è rilevante in tutti i campioni. Normalmente, oltre il 50% delle imprese familiari hanno membri della famiglia negli organi di comando (CEO, presidente e/o CdA); **2)** gli *unrelated CEOs* sembrano avere un peso significativo negli USA e nei due studi *cross-country*; **3)** la rilevanza degli eredi nei posti di comando non sembra particolarmente accentuata in nessuno degli studi esaminati, se paragonata con la presenza di CEO non familiari. Nel caso di BC, questo vale sia quando il fondatore è ancora in vita sia quando non lo è più: sembra che, una volta che il fondatore abbia passato il testimone, vi sia la tendenza a far succedere, nel ruolo di CEO, managers professionisti. La presenza di familiari-eredi, comunque, si mantiene consistente nel CdA (senza ruoli esecutivi), come a voler comunque mantenere un forte legame impresa-famiglia, anche facendo leva sul ruolo di monitoraggio che i familiari presenti nel CdA possono esercitare verso il CEO.

2.3.5 Altri elementi di *governance* e struttura proprietaria

Dal punto di vista delle caratteristiche relative alla composizione degli organi di governo societario, della tipologia di azionariato e di altri caratteri di *governance* rilevanti, in ottica comparativa “*family*” vs. “*non-family*”, gli studi che forniscono le informazioni di maggior dettaglio sono AR, VA ed M.

Sia AR che VA rilevano che le imprese familiari hanno un’incidenza di *outside directors*, nonché di *outside blockholders*, sensibilmente più bassa delle non familiari, cosa che evidenzerebbe come il coinvolgimento familiare riduca gli spazi nella proprietà e nella gestione per soggetti esterni. Inoltre, come argomentato dalla gran parte della letteratura teorica ed empirica (Fama, Jensen, 1983b; DeAngelo, DeAngelo, 1985; Gomez-Mejia *et al.*, 2001; McConaughy, 2000), le imprese familiari fanno un uso più limitato di strumenti d’incentivazione manageriale (*stock options*, *stock grant* ecc.), soprattutto quando il CEO è un familiare. La motivazione fondamentale a supporto è

che l'uso di questi strumenti è meno necessario poiché il CEO familiare possiede già sufficienti incentivi per gestire in maniera efficiente l'impresa, concentrandosi sulle performance di lungo periodo (di parere opposto, ad esempio, Schulze *et al.*, 2001).

M rileva che il 40% delle imprese familiari presentano, nella proprietà, un altro azionista (l'autore non ne identifica l'identità, quindi può essere un investitore istituzionale ma anche un'altra famiglia "collegata" alla controllante) con almeno il 10% del capitale; la percentuale sale al 45% per le non familiari.

VA, unico studio che propone il dato, fornisce un indice di *governance* finalizzato a valutare il grado di tutela che la società assicura all'azionista, conteggiando il numero di clausole statutarie, legislative e regolamentari che riducono i diritti degli azionisti (le clausole sono, prevalentemente, di tipo anti-scalata e di protezione dei managers). Lo studio rileva, in maniera in parte inattesa, un valore più alto e, quindi, minore protezione per i diritti degli azionisti, nelle imprese non familiari.

Abbinando questo dato alla maggiore separazione tra proprietà e controllo nelle imprese familiari, si può argomentare che i costi di agenzia sembrano avere una duplice fonte: i conflitti di interesse con gli azionisti di minoranza nelle imprese familiari (*agency II*); i conflitti tra azionisti e managers nelle non familiari (*agency I*). Entrambi sono provocati da un effetto *entrenchment*, che, per le imprese familiari, è legato alla presenza di un azionista di controllo, per le non familiari, alle clausole *anti-takeover* poste a tutela del management esistente.

2.3.6 Ambiente legale e tutela degli investitori

Degli studi analizzati, tre (AR, VA, CCL) fanno riferimento agli Stati Uniti, paese caratterizzato da un'elevata qualità dell'ambiente legale (legislazione ed *enforcement*) a tutela degli azionisti; tre (K, V e ST) analizzano paesi caratterizzati da una qualità dell'ambiente legale più povera (rispettivamente Corea, Italia e Francia). Gli altri (M, BC e CDFL), effettuando indagini *cross-country*, considerano paesi con differenti gradi

di tutela. Comunque, si può osservare che BC include prevalentemente paesi con un grado di tutela medio e basso; M, invece, includendo anche UK ed Irlanda, il cui peso nel campione è elevato, offrono un quadro più sbilanciato verso i paesi ad elevato grado di tutela degli azionisti. CDFL, analizzando paesi asiatici, salvo Hong Kong, Singapore e Malesia, che hanno una famiglia legale di origine anglosassone, gli altri hanno una legislazione di bassa qualità. In particolare, Corea del Sud, Indonesia e Thailandia sono quelli più carenti sotto questo profilo (La Porta *et al.*, 1998).

L'unico studio che prende in considerazione in maniera esplicita questo aspetto è M, il quale calcola l'"*antidirector rights*" (La Porta *et al.*, 1998), un indicatore che riflette la qualità del *framework* legislativo che disciplina i diritti degli azionisti. Tale indice è significativamente più basso per le imprese familiari rispetto alle non familiari e assume il valore massimo per le imprese *widely-held* che, non a caso, sono molto diffuse in UK e Irlanda che presentano un ambiente legale che offre una buona tutela agli azionisti.

E' importante segnalare che, per effetto dei cambiamenti, a volte molto profondi, che hanno interessato, nel corso del tempo, le normative di riferimento destinate alla disciplina dei mercati e degli investitori nei vari paesi, la "classifica" proposta da La Porta *et al.* (1998) sulla qualità dell'ambiente legale a tutela degli investitori, sta perdendo progressivamente di rilevanza e affidabilità: ad esempio, per l'Italia, se fossero state recepite, nel loro studio, le modifiche intercorse al TUF a partire dal 1998, l'Italia avrebbe, nel calcolo dell'"*antidirector rights*", un punteggio analogo a quello degli Stati Uniti (5 punti su 6). Probabilmente la verità sta nel mezzo: attualmente, l'Italia non ha una legislazione e, soprattutto, un *enforcement* come quello presente negli USA, ma, negli ultimi anni, i miglioramenti al quadro legislativo sono stati notevoli e, probabilmente, la posizione di fanalino di coda che ritroviamo nel loro studio non sarebbe corretta. In ottica prospettica, analoga valutazione andrebbe fatta per tutti gli altri paesi, al fine di valutare l'effettiva evoluzione della normativa e "ricollocare" i paesi nella corretta posizione, in funzione dell'effettiva tutela accordata agli azionisti, anche introducendo nuove clausole. Ai fini della presente analisi, pur tenendo conto di quanto detto, la classifica relativa dei paesi analizzati sembra, comunque, poter essere descritta in maniera abbastanza adeguata dallo studio di La Porta *et al.* (1998).

2.3.7 Età e dimensione dell'impresa

Negli studi che forniscono una simile informazione (AR, VA, ST e CCL per l'età; tutti gli studi, tranne K e V, per la dimensione), le imprese familiari sono significativamente più giovani e più piccole rispetto alle non familiari.

Relativamente all'età, questo elemento è attribuibile, principalmente, alla "composizione" delle imprese per generazione coinvolta nella proprietà e/o nella gestione: in ST ben il 47,59% delle imprese familiari hanno il fondatore come CEO e principale azionista; in VA il 32% sono di prima generazione ed il 64% coprono le prime due generazioni; in AR il CEO è, rispettivamente, fondatore e non familiare nel 15% e nel 55% dei casi. Più limitata è la quota di imprese familiari che hanno come CEO un erede (30,40%). CCL forniscono solo l'età media complessiva (17 anni) senza distinguere tra familiari e non familiari. La variabile in questione può assumere un'importanza di rilievo nella spiegazione del legame tra performance e impresa familiare, alla luce del suo legame con lo stadio evolutivo dell'impresa familiare stessa. Infatti, è ragionevole ipotizzare che le imprese in cui il fondatore è ancora presente siano più giovani e, presumibilmente, caratterizzate da tassi di crescita maggiori, elementi che potrebbero esercitare effetti sulla performance. Il controllo di questa variabile, nell'analisi statistica, dunque, è rilevante, al fine di evitare di attribuire un'eventuale migliore performance ad un'impresa, giustificandola con la presenza del fondatore come fattore in grado di apportare elementi di superiorità nella gestione ("*founder effect*"), superiorità che, invece, è da ricondurre, più semplicemente, al ciclo di vita dell'impresa (problema connesso con l'omissione di variabili rilevanti).

Relativamente alla dimensione, è ampiamente atteso che le imprese familiari siano più piccole: minori sono i capitali investiti, essendo, spesso, la sola famiglia il soggetto principale che contribuisce alla finanziamento tramite capitale di rischio finalizzato alla crescita dell'impresa; è possibile anche che vi sia una strategia deliberata orientata a non

superare una certa massa critica, per non veder “perdere di vista” la gestione aziendale da parte dei familiari. Come si discuterà nella parte dedicata all’analisi delle variabili impiegate nei diversi modelli di regressione, la dimensione dell’impresa è fortemente legata alla performance aziendale, nonostante non vi sia univocità nel segno della relazione, cosa che, come per l’età, rende importante il “controllo” di questa variabile.

2.4 Un’analisi delle ipotesi teoriche a sostegno delle evidenze empiriche

Con riferimento alle ipotesi sottostanti le analisi empiriche che ciascuno studio conduce, l’impostazione decisamente predominante è quella di fornire una descrizione, più o meno sintetica, delle caratteristiche dell’impresa familiare e, sulla base di quelle, cercare di offrire una giustificazione ai possibili risultati riscontrabili.

In generale, essendo l’impresa familiare, come si è già avuto modo di constatare, una forma organizzativa che si presta tanto a valutazioni positive, quanto a valutazioni negative, ciascuno studio ha cercato di identificare entrambi gli aspetti, stressando, sia ex-ante che ex-post, gli uni o gli altri, in funzione di quegli elementi che sarebbero capaci di enfatizzare gli aspetti positivi o quelli negativi.

In altri termini, compatibilmente con la natura multi sfaccettata dell’impresa familiare, gli studi hanno cercato di identificare le condizioni in presenza delle quali l’impresa familiare può considerarsi un modello di *governance* “vincente” o, viceversa, “perdente” rispetto a modelli alternativi, partendo dall’assunto che la predominanza di alcuni elementi è influenzata dal verificarsi di determinate condizioni ambientali, societarie, legislative ecc.

Cercando di andare più nello specifico, AR, VA, BC, ST, CCL e M sono gli studi che adottano l’approccio più “possibilista”. In altri termini, evitano di formulare ipotesi “unidirezionali” ma forniscono, come descritto sopra, le condizioni per giustificare tanto la presenza di un legame positivo, quanto la presenza di un legame negativo tra impresa familiare e performance. Al contrario, K, CDFL e V, anche per le caratteristiche

del loro campione, tendono ad enfatizzare gli elementi che potrebbero giustificare la sotto-performance dell'impresa familiare.

AR, sotto questo profilo, è lo studio che fornisce la panoramica più completa delle condizioni e delle ipotesi sottostanti e che si cercherà di sintetizzare nel prosieguo. Gli altri studi citati adottano un approccio simile, eventualmente stressando alcune condizioni piuttosto che altre, anche in funzione del campione analizzato. Gli eventuali elementi di peculiarità che ciascuno studio presenta verranno discussi separatamente.

2.4.1 L'impresa familiare: condizioni per un modello "vincente"

Ora verranno sintetizzati gli elementi che in AR, BC, ST, CCL e M sono qualificati come essere quelli che dovrebbero dare quel "*quid*" in più all'impresa familiare:

- a) la maggiore concentrazione proprietaria dovrebbe ridurre i costi di agenzia, favorendo l'allineamento degli interessi degli azionisti con quelli dei managers, sia attraverso una maggiore efficienza ed efficacia nel monitoraggio dei managers, sia attraverso il diretto coinvolgimento dei familiari-azionisti nella gestione;
- b) l'elevata concentrazione del patrimonio familiare nell'impresa dovrebbe costituire un forte incentivo all'impegno verso una gestione orientata al benessere dell'impresa stessa;
- c) considerando che il monitoraggio richiede, per essere esercitato al meglio, la conoscenza delle caratteristiche dell'azienda, la famiglia, sotto questo profilo, si trova in una posizione di indubbio favore alla luce del suo forte legame con l'impresa che le consente di conoscerla in maniera approfondita;
- d) la famiglia è caratterizzata da un orizzonte temporale di lungo periodo che le dovrebbe permettere di compiere investimenti in un'ottica di lungo termine:

questo dovrebbe condurre all'assunzione di decisioni d'investimento secondo regole di convenienza economica (*net present value*);

- e) la voglia di tramandare un'impresa sana agli eredi costituisce un incentivo verso una gestione "attenta", cioè conservativa nelle sue scelte, ma anche orientata alla crescita;
- f) l'impresa familiare gode di vantaggi reputazionali nei rapporti con gli *stakeholders*, frutto dei legami di lungo periodo che si instaurano con essi;
- g) il coinvolgimento del fondatore nella gestione può portare competenze, conoscenze e capacità imprenditoriali uniche ed innovative che possono favorire la performance aziendale (cosiddetto "*founder effect*"). Analogo discorso vale per il concetto di "*altruism*", già descritto nel capitolo precedente: il comportamento dei genitori orientato a trasmettere i valori familiari e imprenditoriali ai figli, finalizzato a coinvolgerli nelle vicende aziendali, educandoli a vedere l'interesse dell'impresa come prioritario, dovrebbe ridurre al minimo le necessità di *monitoring* del management, rese superflue da una condivisione di principi e valori tra azionisti e managers che rende coesi, unitari e coerenti gli obiettivi degli uni e degli altri.

2.4.2 L'impresa familiare: condizioni per un modello "perdente"

L'enfasi, ora, verrà posta sugli elementi negativi:

- a) la scarsa diversificazione patrimoniale potrebbe indurre ad assumere decisioni d'investimento sulla base di regole diverse da quelle adottate da azionisti con portafogli diversificati e, nello specifico, regole non orientate alla massimizzazione del valore delle azioni. In particolare, la famiglia potrebbe avere un approccio verso il rischio caratterizzato da elevata avversione, che

- b) nell'impresa familiare vi può essere la tendenza a collocare e a mantenere nei posti di comando familiari, piuttosto che managers professionisti, anche in presenza di limitate capacità gestionali e di scarsi risultati, cosa che favorirebbe il manifestarsi di un *entrenchment effect*;
- c) la maggior concentrazione proprietaria, associata alla presenza della famiglia che, spesso, costituisce un "pezzo di storia" dell'impresa, ne riducono la contendibilità, pregiudicando il valore dell'impresa stessa;
- d) la famiglia, più di altri azionisti, ha una maggior propensione e capacità ad estrarre benefici privati: è la tipologia di soggetto proprietario, nonché la concentrazione proprietaria, che possono rendere l'attività di espropriazione favorevole per la ricchezza del proprietario stesso;
- e) la possibilità che i familiari agiscano in funzione della propria ricchezza, cioè massimizzando la propria funzione di utilità, potrebbe penalizzare la produttività e l'impegno dei lavoratori, che vedono la mancanza di un approccio cooperativo e collaborativo che dovrebbe essere un elemento caratteristico dell'ambiente familiare.

Il riscontro di un legame positivo o negativo, per l'impresa familiare, dipende da quale dei fattori sopracitati (positivi e negativi) abbia la prevalenza.

2.4.3 Quando prevalgono le une o le altre: elementi a supporto

I fattori appena esposti fanno riferimento, o a caratteristiche intrinseche dell'impresa familiare, o ad elementi che posso essere facilmente associati ad essa (ad esempio: la proprietà concentrata, l'orizzonte temporale di lungo periodo).

Alcuni studi (M, BC, CDFL, AR, V e K), in particolare quelli che effettuano analisi *cross-country*, mettono all'evidenza possibili fattori "pervasivi", cioè, nello specifico, fattori che esercitano un certo effetto a prescindere dal modello organizzativo adottato, capaci di enfatizzare i caratteri positivi o quelli negativi del business familiare, se associati con esso. In altri termini, si assume che esistano variabili, aventi un certo impatto "autonomo" sulla performance dell'impresa, che potrebbero, se abbinati all'organizzazione familiare del business, giustificare il perché, in un certo contesto d'analisi, sono prevalsi gli elementi positivi e, quindi, la superiorità dell'impresa familiare, oppure quelli negativi.

Sotto questo profilo, analizzando congiuntamente tutti gli studi, i tre fattori che sembrano essere posti come "centrali" sono:

- 1) la qualità dell'ambiente legale a tutela degli investitori e, in particolare, degli azionisti;
- 2) il grado di concentrazione proprietaria e di voti;
- 3) il grado di separazione tra proprietà e controllo e l'uso di strumenti di leva azionaria.

Relativamente a ciascuno di essi, gli studi formulano delle ipotesi ben definite che, ex post, si propongono di verificare.

Nello specifico, con riferimento al punto 1), si argomenta (BC, M, CDFL, K, V) che in presenza di un ambiente legale particolarmente protettivo per gli azionisti, gli elementi negativi che la teoria dell'agenzia tende ad associare all'impresa familiare, in particolare, l'eventuale maggior propensione ad estrarre benefici privati, siano smorzati e, al contrario, vengano enfatizzati quelli positivi, in particolare: coerenza tra obiettivi di azionisti e managers e, per tale motivo, limitate necessità di monitoraggio; orizzonte temporale di lungo periodo. Ragionamento opposto vale nel caso in cui ci trovassimo in un ambiente legale poco protettivo. In tal caso si ritiene che vengano enfatizzati gli elementi negativi, in particolare: propensione all'estrazione di benefici privati; logiche

di nepotismo nella scelta degli uomini da collocare ai vertici; isolamento del management da eventuali minacce di *takeover*.

Con riferimento al punto 2), si tende ad affermare (AR, M, CCL, CDFL) che in presenza di un azionariato moderatamente concentrato, l'*incentive effect* possa produrre effetti positivi sulla performance maggiori nel caso dell'impresa familiare essendo l'impresa l'*asset* principale della famiglia e, in quanto tale, dovrebbe essere gestito al meglio, limitando eventuali comportamenti espropriativi. Superato un certo livello di concentrazione proprietaria, tuttavia, subentra un *entrenchment effect* che potrebbe essere inasprito dalla propensione della famiglia ad avere nei posti di comando familiari che con minor probabilità saranno rimossi in caso di performance deludenti.

Il terzo punto è connesso tanto al primo quanto al secondo: infatti, se c'è separazione tra proprietà e controllo ma la qualità dell'ambiente legale è elevata, la possibilità concreta di far valere gli effetti di tale separazione è decisamente inferiore. D'altronde, l'elevata qualità dell'ambiente legale dovrebbe avere come effetto anche quello di ridurre l'incentivo alla creazione di tale separazione vista la maggior difficoltà di sfruttarne le caratteristiche (a tal proposito si veda: La Porta *et al.*, 1998 e 1999; Claessens, Fan, 2002; Bebchuk, 1999a e 1999b; Bebchuk *et al.*, 2000). *Incentive effect* ed *entrenchment effect* tendono a produrre i loro massimi effetti (in senso opposto: limitato l'effetto dell'*incentive effect*; forte quello dell'*entrenchment effect*) proprio quando la separazione è elevata visto che i diritti di voto del maggiore azionista tendono a sopravvivere i flussi di cassa che esso percepisce.

Fermi restando i legami tra il punto 3) e gli altri due, la separazione tra proprietà e controllo potrebbe produrre effetti maggiormente negativi sulla performance nel caso dell'impresa familiare proprio per la sua ipotizzata maggiore attitudine all'estrazione di benefici privati.

Sia in K che in CDFL, in cui si analizzano prevalentemente paesi caratterizzati da limitata protezione degli azionisti e, contemporaneamente, da una significativa separazione tra proprietà e controllo (Claessens *et al.*, 2000), si ritiene che l'impresa familiare possa contribuire, in misura maggiore rispetto ad altre tipologie di azionisti, alla creazione di conflitti tra la famiglia stessa e gli altri azionisti, provocando un effetto

negativo sulla performance, specie quella di mercato (Faccio *et al.*, 2001). In questo contesto, assume rilievo il ruolo svolto dalla quota proprietaria detenuta dalla famiglia, come potenziale strumento di allineamento tra gli interessi delle due categorie di soggetti.

2.4.4 Il livello di proprietà familiare: ipotesi sul legame con la performance

Le argomentazioni precedentemente proposte circa la “superiorità” o meno del modello familiare si fondano su una struttura di analisi, i cui elementi metodologici verranno approfonditi in seguito, che effettua un confronto tra l’impresa familiare e quella non familiare, con l’obiettivo di verificare se il modello “*family*” prevale sugli altri in termini di performance (contabili e/o di mercato). Tuttavia, come anticipato nel paragrafo precedente, appare rilevante anche l’analisi circa l’effetto che il livello di proprietà familiare esercita sulla performance. In altri termini ci si chiede, posto che l’impresa familiare può esercitare effetti diversi sulla performance in un’ottica comparativa, questi effetti possono essere condizionati (cioè amplificati o ridotti) dalla quota proprietaria detenuta dalla famiglia?

Alcuni studi, come analisi esclusiva (K e CDFL) o come analisi aggiuntiva (AR, VA e M), analizzano l’impatto della proprietà familiare, espressa in termini di quota proprietaria detenuta, sulla performance.

In questa analisi, gli studi ipotizzano che vi possa essere un legame positivo tra proprietà familiare e performance in quanto, come già evidenziato, l’*incentive effect* può esercitare effetti maggiormente positivi qualora la famiglia sia il maggiore azionista.

Questa ipotesi ha un’interpretazione non propriamente positiva: se è vero che l’aumento della quota proprietaria provoca questo effetto incentivo, il fatto che tale effetto possa essere maggiore nell’impresa familiare potrebbe portare ad affermare che l’impresa familiare sia quella maggiormente esposta ai rischi di appropriazione di benefici privati che, attraverso il maggior coinvolgimento nella proprietà, vengono ridotti.

Inoltre, si assume che, superato un certo livello di quota proprietaria, la performance inizi a ridursi, giustificando la presenza di una relazione performance-proprietà ad “n”, a causa dell’azione opposta esercitata dall’*entrenchment effect*.

Ulteriormente, sulla base di quanto detto finora, è plausibile assumere che questo effetto incentivo possa essere più evidente nelle imprese familiari di paesi caratterizzati da bassa tutela degli azionisti: il coinvolgimento proprietario compensa i maggiori rischi di espropriazione. Dove la tutela è elevata, i rischi di espropriazione sono minori e l’esigenza di un rilevante coinvolgimento proprietario è minore. Nel confronto tra i risultati ottenuti da CDFL, K, AR, VA e M si cercherà di fornire una risposta a tali quesiti.

2.5 Metodologia dell’analisi e variabili utilizzate

In questo paragrafo si cercherà di esporre, più nel dettaglio, il tipo di analisi che è stata condotta, gli strumenti statistici utilizzati e le variabili inserite nei vari modelli adottando, anche in questo caso, un’impostazione che cerchi di far emergere le evidenze comuni e di isolare, se ve ne sono, differenze meritevoli di commento.

2.5.1 L’analisi: metodo e strumenti utilizzati

Come anticipato inizialmente, le analisi condotte dagli studi posso essere, in prima battuta, ricondotte a due tipologie:

- 1) misurare in che modo il livello di proprietà familiare incide sulla performance. In altri termini, ci si chiede se al variare della proprietà familiare vi possa essere qualche effetto sulla performance aziendale (K, CDFL, AR, VA, M). Si veda il

paragrafo precedente per una formulazione delle ipotesi a sostegno di una simile analisi;

- 2) effettuare un confronto tra impresa familiare e non familiare con l'intenzione di valutare se la performance possa essere influenzata in positivo o in negativo da questa forma organizzativa (M, BC, AR, VA, CCL, ST, V).

L'analisi evidenziata al punto 1) viene condotta, innanzitutto, andando a misurare la quota proprietaria detenuta dalla famiglia. Relativamente a questo aspetto gli approcci adottati sono due: K, AR e VA usano la quota proprietaria detenuta in maniera diretta dalla famiglia. Gli altri studi (CDFL, M) utilizzano, come variabile espressiva della proprietà facente capo alla famiglia, anziché la partecipazione diretta, la quota di flussi di cassa detenuta dal principale azionista "ultimo".

Questa variabile è sicuramente più indicativa dell'effettivo coinvolgimento della famiglia nella proprietà in quanto tiene conto della possibilità che il controllo sia detenuto attraverso strutture di gruppo che riducono l'effettiva quota di *cash flows* percepiti dalla famiglia, quota sulla base della quale si può stimare il concreto interesse che essa può avere alla massimizzazione del valore dell'impresa.

Il secondo tipo di analisi, più semplicemente, si basa su un approccio comparativo, che mira a mettere a confronto due gruppi di imprese: le imprese familiari e quelle non familiari. Ferme restando le differenze nella definizione di impresa familiare, già illustrate nella parte relativa alla descrizione del campione, tutti gli studi approcciano il problema attraverso l'uso di variabili dummy che assumono valore 1 in caso di impresa familiare e 0 altrimenti.

Da un punto di vista statistico, l'analisi del legame tra la proprietà familiare o la variabile dummy (la variabile indipendente) e la performance (la variabile dipendente) è stata condotta in tutti gli studi mediante modelli di regressione. Nello specifico, tutti gli studi usano modelli per dati panel basati sull'approccio degli effetti fissi. In particolare, viene utilizzato l'approccio *industry fixed effects* finalizzato a "controllare" possibili elementi di eterogeneità non osservabili, costanti nel tempo, e connessi al settore di

appartenenza. Da un punto di vista applicativo, vengono introdotte nel modello tante variabili dummy, una per ciascun settore industriale identificato sulla base delle classificazioni maggiormente utilizzate (SIC, GICS ecc.). Gli studi che effettuano analisi *cross-country* (BC e M) impiegano anche delle *country dummy* per “catturare” eventuali elementi di eterogeneità connessi alla nazione di appartenenza.

Alcuni studi effettuano l’analisi utilizzando metodi alternativi. In particolare: K adotta un approccio *à la* Fama-MacBeth, calcolando 8 coefficienti di regressione *cross-section*, uno per ciascun anno di osservazione e per ciascuna variabile indipendente, verificando, poi, la significatività della media *time-series* di questi coefficienti. AR usano lo stesso approccio di K ed inoltre effettuano regressioni *random effects*, *pooled time series average* e impiegano l’approccio delle variabili strumentali (2SLS) per trattare la possibile endogeneità delle variabili di struttura proprietaria (la proprietà familiare). Le ultime tre metodologie sono impiegate anche in BC, i quali, nell’approccio delle variabili strumentali, anziché utilizzare il metodo 2SLS, impiegano il metodo LIML. VA adottano, oltre ai modelli *random effects* e *firm fixed effects* (utilizzato anche in V) l’approccio a due “passi” di Heckman (impiegato anche in M) per trattare la possibile endogeneità delle variabili di struttura proprietaria (il modello si adatta meglio, rispetto all’approccio 2SLS, quando la variabile da “strumentare” è dicotomica, com’è la dummy che segnala le imprese familiari).

2.5.2 La variabile indipendente: definizione

Con riferimento all’approccio 1), AR e VA sommano il numero di azioni detenute da ciascun membro della famiglia controllante o da soggetti “fiduciari”, come risultanti dai *proxy statements*, e le riportano al totale delle azioni emesse. AR, nello specifico, si concentrano solo sulle partecipazioni detenute dai membri della famiglia fondatrice, ricavati a partire dal cognome del fondatore. K, invece, effettua un calcolo più approssimativo: una volta identificata l’identità e la dimensione della quota

partecipativa di ciascun “grande azionista” (azionista che detiene una partecipazione pari o superiore al 10%), sottrae la partecipazione facente capo agli investitori istituzionali da quella complessiva dei principali azionisti. E’ agevole comprendere come un simile calcolo porti, molto probabilmente, ad una sovrastima della partecipazione detenuta dalla famiglia: l’autore non sempre identifica (a causa dell’incompletezza del database utilizzato), in uno *step* successivo, i legami esistenti tra i grandi azionisti non istituzionali, tra i quali vi potrebbero essere soggetti che non hanno nulla a che vedere con la famiglia controllante.

CDFL misurano i *cash flow rights* (CFR) tenendo conto della presenza di strutture piramidali, di azioni proprie, di diverse categorie di azioni e di partecipazioni reciproche e incrociate. Nello specifico, analizzando i vari anelli della catena di controllo e fissando una soglia in corrispondenza della quale si assume l’esercizio del controllo (gli autori usano tre soglie: 10%, 20% e 40%), i CFR vengono calcolati sulla base del prodotto delle quote proprietarie, condizionatamente al superamento della soglia di controllo fissata, detenute in ciascun anello della catena, fino a giungere all’azionista “ultimo”. Qualora l’azionista “ultimo” fosse un gruppo di soggetti legati da rapporti di parentela, non vengono considerate separatamente le quote partecipative possedute dai singoli membri, bensì, il totale facente capo a tutta la famiglia. In altri termini, la famiglia viene considerata come singolo azionista.

M fissa al 5% la soglia per la determinazione dei *cash flow rights* ma, a differenza di CDFL, non esplicita la metodologia utilizzata nel calcolo.

In questo contesto due elementi meritano di essere evidenziati: innanzitutto, anche BC, ST e V calcolano la quota di CFR facenti capo all’azionista ultimo, tuttavia, a differenza degli altri studi citati che calcolano tale grandezza, essi, nel calcolo, non distinguono tra imprese familiari e non familiari, impiegando la variabile come semplice variabile di struttura proprietaria potenzialmente legata alla performance “via” *incentive effect*. In altri termini, la impiegano, in maniera più o meno esplicita, come variabile di controllo. In secondo luogo, alcuni degli studi (BC, M, CDFL) che calcolano i CFR, ad anche VA, accompagnano tale grandezza da una misura della separazione tra proprietà e controllo (“*wedge*”) definita come differenza tra *voting rights* (quota dei diritti di voto facenti

capo al principale azionista diretto o ultimo) e CFR. Anche in questo caso, VA, M e CDFL calcolano tale grandezza anche con specifico riferimento alle sole imprese familiari, negli altri studi, invece, viene impiegata, analogamente ai CFR, come variabile di struttura proprietaria potenzialmente espressiva della rilevanza dei costi di agenzia e, quindi, in grado di esercitare un impatto sulla performance.

Relativamente all'approccio 2), come anticipato, la variabile indipendente usata in tutti gli studi è rappresentata da una variabile binaria che assume valore 1 qualora vengano soddisfatte le condizioni per qualificare una certa impresa come impresa familiare. Evitando di entrare nel dettaglio delle singole variabili impiegate in ciascuno studio, le quali fanno riferimento alle diverse definizioni di impresa familiare già descritte in precedenza, è interessante segnalare come tutti gli studi che adottano tale metodologia (tranne CCL che adottano una metodologia di selezione delle imprese familiari particolare) impiegano variabili dummy riconducibili a due forme di coinvolgimento familiare nell'impresa:

- 1) dummy che segnalano la "familiarità" dell'impresa sulla base della proprietà;
- 2) dummy che segnalano la "familiarità" dell'impresa in funzione della presenza di familiari nelle posizioni di CEO, presidente e nel CdA senza ruoli esecutivi.

Questa distinzione, come si vedrà, è rilevante, in quanto i risultati riscontrati sono differenti tra le due categorie di variabili, nonché all'interno della stessa categoria a seconda di ciò che la singola variabile "cattura" (CEO familiare, CEO erede, CEO non familiare ecc.), prestandosi ad interpretazioni differenti.

Unico studio che usa, tra le variabili indipendenti, una variabile *country-specific* legata al fenomeno dell'impresa familiare è K, il quale, oltre alla quota di proprietà detenuta dalla famiglia, usa una variabile dummy che assume valore 1 se l'impresa analizzata appartiene ad un "*chaebol*". Essi sono definiti come raggruppamenti di imprese giuridicamente indipendenti, a controllo familiare, fortemente indebitati e resi coesi da ragnatele di partecipazioni infragruppo. L'uso di questa variabile è legato all'ipotesi che queste organizzazioni siano esposte, in misura maggiore rispetto alle imprese

“indipendenti” (familiari e non), ai costi di agenzia, “via” estrazione di benefici privati da parte della famiglia.

2.5.3 La variabile dipendente: definizione

Essendo l’obiettivo degli studi l’analisi del legame tra carattere “*family*” dell’impresa e performance, la variabile dipendente è rappresentata da una grandezza espressiva dell’andamento prestazionale dell’impresa. In questo ambito, le variabili usate nei diversi studi possono essere ricondotte a due macro-categorie:

- 1) misure di performance contabili;
- 2) misure di performance di mercato.

Le performance di mercato sono quelle più diffusamente impiegate (usate in tutti gli studi tranne che in K e CCL). Il motivo è che gli studi del filone adottano la teoria dell’agenzia come punto di riferimento per giustificare il legame tra impresa familiare e performance. Di conseguenza, la presenza di costi di agenzia dovrebbe essere “scontata”, più che in basse performance contabili (le performance contabili si prestano a manipolazioni che ne possono ridurre l’affidabilità e, non necessariamente, sono capaci di cogliere gli effetti della presenza di costi di agenzia), in ridotte valutazioni di mercato dell’impresa. Sono infatti gli investitori, in un mercato efficiente, che, in prima istanza, percepiscono la presenza di tali costi, riducendo il valore dell’impresa proporzionalmente al loro valore attuale.

Tra gli studi che utilizzano performance di mercato, la variabile utilizzata in tutti gli studi (M, VA, AR, V, CDFL, BC, ST) è la Q di Tobin (calcolata come rapporto tra valore di mercato dell’attivo e valore contabile), espressiva delle opportunità di crescita future dell’impresa.

Alcuni studi (BC, M, ST, AR, CCL, K) impiegano anche performance di derivazione contabile. La misura più utilizzata (BC, M, AR) è il ROA (o ROI), espressiva della redditività operativa dell'impresa, calcolata come rapporto tra EBITDA (oppure EBIT o utile netto) e totale attivo.

Misure alternative sono impiegate in ST, che impiegano il ROE e la crescita delle vendite, in CCL, che impiegano come misura solo la variazione delle vendite e in K, che, a differenza degli altri studi usa una grandezza "singolare", definita come indice di produttività che misura le differenze di produttività tra le imprese del campione ed un'ipotetica impresa osservata in un certo anno assunto come base di riferimento.

Tralasciando i dettagli analitici relativi alla misurazione dell'indice, esso fornisce la seguente informazione: assunto come base di riferimento il 1991 e un'impresa come *benchmark*, esso indica il divario di produttività esistente tra una certa impresa, osservata in un certo anno, e il *benchmark* rilevato nel 1991 (ad esempio, un valore di 0,10 indicherebbe che l'impresa *alfa*, osservata nell'anno *n*, ha avuto una performance di produttività superiore del 10% rispetto a quella del *benchmark*, rilevato nel 1991). Questa misura di performance, rispetto alle altre maggiormente convenzionali e conosciute, non fornisce un'informazione "diretta" sulle prestazioni dell'impresa, quanto, più che altro, sulla sua efficienza nell'utilizzo degli input (lavoro, materie prime, beni capitali). Le ragioni connesse all'utilizzo di questa misura di performance sono legate ad una situazione peculiare della Corea, in cui, nonostante i "*chaebols*" siano stati dei veri e propri motori nello sviluppo economico del paese (in termini di tecnologia, esportazioni, occupazione ecc.), si ritiene che tale sviluppo sia avvenuto a "costi" molto alti e, perciò, ad un livello di produttività basso. K, in questo contesto, vuole verificare questo aspetto e analizzare se la famiglia, azionista di riferimento nella gran parte dei "*chaebols*" possa avere un ruolo positivo nel compensare questo problema. Secondo K, la misura di produttività è capace di cogliere, nello specifico caso della Corea, le inefficienze interne, tipiche dei "*chaebols*", provocate sia dalla commistione di interessi famiglia-impresa, quanto dalla capacità della famiglia, in grado di esercitare il controllo con una limitata quota proprietaria, di estrarre benefici privati

facendo leva sulla normativa di scarsa qualità e sul ruolo pressoché assente di investitori istituzionali attivi, attraverso il fenomeno del “*tunnelling*” (Johnson *et al.*, 2000).

2.5.4 Le variabili di controllo: uso e definizione

Le variabili di controllo vengono utilizzate al fine di evitare distorsioni nella stima dei regressori. Infatti, specie quando il campione è di ridotte dimensioni, la mancata considerazione di fattori che influenzano la variabile dipendente determina l'aumento della varianza dell'errore rispetto a quella della variabile dipendente, rendendo difficoltoso stimare con precisione i coefficienti di regressione relativi alle variabili di interesse. Ciò potrebbe portare alla stima di regressori *biased* causa omissione di variabili rilevanti. Il problema, tuttavia, non è solo quello di introdurre variabili di controllo ma anche di identificare le “giuste” variabili di controllo: l'inclusione di variabili irrilevanti comporta, spesso, un aumento della varianza degli stimatori delle altre variabili, rendendoli meno affidabili (per una descrizione analitica di entrambi i problemi si veda: Verbeek, 2006; Wooldridge, 2006).

Premesso ciò circa le motivazioni statistiche connesse all'uso di queste variabili, cerchiamo di descrivere quali variabili di controllo, cioè variabili il cui coefficiente non è di specifico interesse nello studio condotto, sono state utilizzate con prevalenza, motivando, quando non evidente, il perché dell'inclusione.

L'uso di una variabile di controllo, di norma, avviene o sulla base di teorie economiche che hanno dimostrato l'esistenza di un legame tra una certa variabile e la variabile dipendente oppure, più semplicemente, sulla base della razionalità e del buon senso. Negli studi in questione, la variabile dipendente è la performance, contabile e/o di mercato. Il problema è quello di cercare di identificare quali variabili, oltre a quelle di interesse, possano, economicamente e/o ragionevolmente, essere legate alla performance di mercato e a quella contabile.

La variabile di controllo impiegata nella maggior parte degli studi (tutti, tranne quello di K) è la dimensione dell'impresa, espressa a volte come logaritmo naturale (\ln) dell'attivo, altre come \ln delle vendite. L'utilizzo di questa variabile è legato agli effetti che la dimensione potrebbe avere sulla performance (cosiddetto *size effect*). Nonostante non sembra esservi una chiara ed univoca relazione tra dimensione e performance, quasi tutti gli studi trovano una relazione molto forte con la performance, anche se di segno incerto: BC, ST e M rilevano un legame positivo con entrambe le misure di performance ma altamente significativo solo con quelle contabili; V, AR e CDFL un legame negativo e significativo con la Q di Tobin; CCL un legame negativo con la crescita del fatturato; VA nessun legame.

Altra variabile di controllo diffusamente impiegata è l'età dell'impresa (ST, VA, CCL, CDFL, AR). Per questa variabile, tranne CDFL che non rilevano alcuna relazione, il legame riscontrato è sempre negativo e significativo con qualunque misura di performance. Il risultato è auspicabile: le imprese giovani tendono ad avere maggiori opportunità di crescita (Q di Tobin elevata ed elevati tassi di crescita del fatturato) e, rispetto a quelle con maggiore età, possono sfruttare le abilità gestionali del fondatore, la fase di sviluppo del business (le imprese mature potrebbero essere costrette ad avviare una fase di riposizionamento del business o di ristrutturazione), elementi che potrebbero contribuire al miglioramento della performance contabile dell'impresa.

L'uso di queste due variabili è importante considerando che, come già detto, le imprese familiari sono più piccole e più giovani delle non familiari. Queste variabili di controllo consentono di "neutralizzare" l'effetto sulla performance connesso con l'età e la dimensione e, perciò, di evitare che la presenza di un eventuale "effetto famiglia" possa essere "confusa".

Tra le altre variabili impiegate di frequente (K, AR, VA, M, BC) troviamo quelle espressive della struttura finanziaria dell'impresa: rapporto tra debito e totale attivo (AR); debito e capitale netto (a valori contabili per BC e M; a valori di mercato per VA); capitale netto e totale attivo (K). Relativamente a questa variabile si riscontra sempre un legame negativo e significativo: strutture finanziarie più sbilanciate verso l'indebitamento sembrano determinare minori performance di mercato e contabili. Il

risultato sembra evidenziare, da un lato, un maggior peso attribuito alla probabilità di dissesto dell'impresa, positivamente legata al grado di *leverage* dell'impresa e, dall'altro, il limitato peso assegnato ai vantaggi del debito riconosciuti dalla teoria dell'agenzia (Jensen, Meckling, 1976; Jensen, 1986) e da quella del *trade-off* (vantaggi di natura fiscale).

A parte queste tre variabili di utilizzo comune, ve ne sono altre utilizzate da singoli studi che si cerca di sintetizzare: AR e VA, molto probabilmente per il tipo di campione analizzato, introducono una serie di variabili di *governance* finalizzate a “catturare” l'effetto potenziale che una buona struttura di governo societario può esercitare sulla performance. Tra queste variabili troviamo: la quota proprietaria detenuta dagli *outside blockholders*, il “peso” degli amministratori indipendenti, l'utilizzo di *stock options*. Sempre AR e VA impiegano variabili *proxy* del rischio dell'impresa: deviazione standard dei rendimenti azionari, beta. M e VA impiegano una *proxy* dell'intensità dell'attività di investimento dell'impresa (spese in conto capitale su fatturato per M; spese in conto capitale su immobilizzazioni materiali per VA).

Un discorso a parte, come variabili di controllo, lo meritano la quota di flussi di cassa detenuti dal principale azionista “ultimo” (BC, ST, V) e il “*wedge*” (BC), cioè la differenza tra *voting* e *cash flow rights*, utilizzata come *proxy* della separazione tra proprietà e controllo.

Queste variabili non vengono esplicitamente qualificate come variabili di controllo, essendo di interesse nell'analisi, tuttavia, come già segnalato, negli studi in cui non sono esplicitamente calcolate con riferimento all'impresa familiare, possono essere ricondotte a generiche variabili di struttura proprietaria in grado di segnalare la maggiore o minore presenza dei costi di agenzia. Per questo motivo, nella presente analisi, sono state qualificate, negli studi sopracitati, come variabili di controllo.

Il legame ipotizzato tra queste variabili e la performance è ben noto: maggiori CFR e minore “*wedge*” dovrebbero essere accompagnati da maggiori performance, specie di mercato, alla luce della minore rilevanza dei conflitti di interesse tra azionisti minoritari e maggioritari.

2.6 Risultati ottenuti: un commento alle principali evidenze emerse nei diversi studi

Un primo elemento che sorge all'evidenza è che, nonostante vi sia una prevalenza di studi che rilevano un legame positivo tra impresa familiare e performance (AR, VA, BC, M, ST), questo risultato non può considerarsi diffuso e di robusto supporto alle argomentazioni che vedono l'impresa familiare prevalere, in termini di performance, rispetto a quella non familiare.

I risultati, comunque, sembrano offrire conferma alla possibilità, argomentata in precedenza, quando si è discusso degli elementi che potevano condizionare, positivamente o negativamente, il ruolo della famiglia nell'impresa, che la migliore o peggiore performance associata alla proprietà e/o alla gestione familiare sia frutto dell'azioni di fattori, sia "esterni" (cioè relativi al mercato o all'economia di riferimento) che "interni" (cioè relativi in maniera specifica all'impresa), in grado di far emergere tanto il "lato positivo", quanto quello negativo dell'impresa familiare.

Nel prosieguo si cercherà di esporre i risultati, adottando l'approccio finora impiegato, che opera per elementi in comune e per differenze tra i vari studi, distinguendo tali risultati a seconda che l'elemento qualificante l'impresa familiare sia la proprietà oppure la presenza di membri della famiglia negli organi gestionali. Questo approccio assume rilievo, non solo per la diversità di risultati riscontrati, ma soprattutto per il fatto che i due elementi di "familiarità" del business possono esprimere caratteristiche tra loro diverse: un conto è che la famiglia sia solo il principale azionista, senza ricoprire particolari ruoli nell'organizzazione dell'impresa, un altro è che membri della stessa siano coinvolti in prima persona, o come soggetti "supervisor", nella gestione. Il secondo elemento mette in luce, in maniera più diretta e chiara, gli effetti connessi ai contributi apportati dai familiari.

2.6.1 La proprietà familiare: quali evidenze?

Iniziando l'analisi con gli studi che effettuano un confronto tra impresa familiare e non familiare basato su elementi connessi con la proprietà (VA, AR, BC, M), osserviamo che tutti e quattro i lavori mettono in evidenza un legame positivo e significativo con la performance, tanto quella di mercato che quella contabile: l'impresa che vede tra i principali azionisti la famiglia sembra mostrare delle performance superiori rispetto a quella non familiare.

Di questi quattro studi, due sono di tipo *cross-country* (BC e M) e analizzano imprese europee, quotate e di grandi dimensioni, gli altri due analizzano imprese statunitensi di grandi dimensioni anch'esse quotate. Sulla base di ciò, il risultato, in prima analisi, sembra mostrare che la famiglia, come azionista di riferimento, apporta elementi positivi, comuni, nei diversi paesi e nelle diverse economie.

Osservando con maggior dettaglio le evidenze, il risultato appare più robusto nei due studi statunitensi e in BC: i coefficienti di regressione sono positivi e sempre significativi al livello del 5% o dell'1%, a prescindere dalla misura di performance utilizzata e dalla definizione di impresa familiare usata per qualificare le singole variabili. Tuttavia, in VA e AR, l'effetto positivo sulla performance tende a scemare (fino a perdere di significatività) quando la quota proprietaria detenuta dalla famiglia raggiunge e supera livelli di concentrazione significativi (20% in VA e 30% in AR).

In BC e M vanno fatte delle considerazioni ulteriori, specie alla luce del carattere *cross-country* degli studi. In particolare, si nota come in M la positività del coefficiente di regressione nel campione complessivo, comprendente tutte le imprese in cui la famiglia, un singolo individuo o una società non quotata detengono almeno il 10% del capitale votante (dunque, una stima per eccesso delle imprese familiari, non avendo, l'autore, indagato sull'identità del soggetto che controlla l'impresa non quotata), sembra essere "guidata" da tre elementi:

- 1) la presenza di membri della famiglia nella gestione come CEO, presidente o vice-presidente;
- 2) la presenza di una limitata quota di partecipazione detenuta dalla famiglia: il legame positivo, con riferimento alla Q di Tobin, tende a scomparire per soglie di controllo superiori al 40% e, al contrario, si mostra forte se la quota di partecipazione detenuta dalla famiglia si attesta tra il 10% e il 20% (questo risultato non emerge usando il ROA);
- 3) la società ha sede in un paese caratterizzato da buona protezione legale degli azionisti.

A conferma del punto 1), in M emerge che, il semplice controllo detenuto da una famiglia o da un singolo individuo (escludendo le società controllate da una società non quotata e quelle che hanno la famiglia nei posti di comando), non è, di per sé, rilevante ai fini del legame positivo con la performance.

Relativamente al punto 3), M, unico studio ad effettuare un'analisi del genere, distinguendo le imprese in funzione del grado di tutela che la normativa del paese accorda agli azionisti (viene utilizzata la graduatoria fornita in La Porta *et al.*, 1998), rileva che la proprietà familiare, rispetto a quella non familiare, contribuisce al miglioramento della performance di mercato (Q di Tobin) solamente nel sottocampione di società appartenenti a paesi caratterizzati da un'elevata tutela degli azionisti di minoranza (punteggio dell'indicatore "*antidirector rights*" superiore a 3: UK, Irlanda, Norvegia e Spagna). Negli altri paesi, il legame viene meno.

BC, rispetto a M, come già evidenziato in precedenza, escludono i paesi di origine anglosassone, UK ed Irlanda, a causa, secondo gli autori, della notevole diversità nello stile di gestione della società (di tipo "*shareholder-value-oriented*") e del sistema finanziario, più *market-oriented*, rispetto agli altri paesi, elementi che potrebbero influenzare i risultati. Nonostante questa differenza, che dovrebbe far prevalere nel loro campione paesi caratterizzati da un più limitato grado di tutela degli azionisti (a parte

Spagna e Norvegia, gli altri paesi hanno tutti un valore dell'”*antidirector rights*” inferiore o uguale a 3), BC sembrano rilevare, complessivamente, risultati molto robusti a supporto del ruolo positivo dalla proprietà familiare e, per quanto detto sui risultati riscontrati da M, non molto coerenti con essi.

Sul confronto e la poca coerenza dei risultati rilevati in BC e M sembra opportuno soffermarsi un po' di più. Innanzitutto, è vero che BC trovano una forte evidenza del legame positivo tra impresa familiare e performance, ma è altrettanto vero, riproponendo l'analisi distinta per paese, che in alcuni di essi (Italia e Danimarca sono quelli che sembrano fornire le evidenze più contrastanti), il risultato complessivo non si conferma e, anzi, a volte si rileva un'evidenza opposta. Da notare che questi paesi sono tra quelli che hanno una peggiore qualità della regolamentazione a tutela degli azionisti. Questo risultato, sebbene contribuisca a colmare la notevole diversità di evidenze rispetto allo studio di M, non è affatto risolutivo. Infatti, basta osservare che molti altri paesi, come la Svizzera, il Belgio, la Finlandia, per citare quelli con un ambiente legale di minor qualità, mostrano risultati perfettamente coerenti con quello complessivo rilevato in BC.

Non sembra essere di supporto nemmeno l'analisi delle strutture proprietarie, anche sulla base di quanto detto al precedente punto 2): in BC, oltre la metà del campione (53%) è costituito da imprese italiane, francesi, tedesche e belghe che hanno una concentrazione proprietaria medio-alta e una separazione tra proprietà e controllo non indifferente: i *voting rights* mediani superano il 40% (con un picco del 52% per l'Italia) e i CFR sono compresi tra il 34% (Francia) e il 45% (Italia). Complessivamente, nel campione di BC i VR mediani si attestano al 37% e i CFR al 29%, denotando una concentrazione proprietaria medio-alta e una separazione tra proprietà e controllo di rilievo (in M, i CFR mediani si collocano al 22% e il “*wedge*” mediano è pari a 0). Da ciò ne deriva che i possibili problemi connessi con l'*entrenchment effect* causato da elevata concentrazione proprietaria, rilevato in M, VA e AR, dovrebbero essere più severi in BC che in M.

Viceversa, argomenti più consistenti che potrebbero spiegare i differenti risultati rilevati tra BC e M sono riconducibili a differenze nei campioni analizzati. Sotto questo profilo osserviamo che:

- a) M include le *utilities* (escluse in BC) che sono meno di frequente a proprietà familiare (solo il 27% delle *utilities* sono familiari nel campione di M) e hanno performance, contabili e di mercato, spesso superiori a quelle di imprese operanti in altri settori per effetto del loro business “regolamentato” che genera elevati profitti e flussi finanziari;
- b) da un punto di vista settoriale, comparti molto rappresentati nel campione di M come l’alimentare, la produzione di macchinari industriali, il commercio all’ingrosso di beni durevoli e non, i servizi per le imprese (complessivamente, solo questi quattro settori rappresentano il 28% del campione) vedono una consistente presenza di imprese familiari ma, nello stesso tempo, valori della Q di Tobin più bassi per quelle familiari rispetto alle non familiari. BC, purtroppo, forniscono una ripartizione settoriale solo per area geografica che non consente una verifica immediata di questa argomentazione.

Nella misura in cui le dummy settoriali non colgono questi elementi di eterogeneità, in M o in BC, è possibile che ci possano essere delle differenze.

- c) Nessuno dei due studi controlla l’età dell’impresa: è evidenza abbastanza comune che la minore età sia associata a performance più elevate.

Sempre nell’ambito degli studi che hanno come grandezza di riferimento, per la definizione di impresa familiare, la proprietà, K e CDFL, analizzando il legame esistente tra la quota di proprietà detenuta dalla famiglia e la performance, rilevano un risultato comune che, come si vedrà nel prosieguo, sembra trovare conferma anche in VA e AR.

Nello specifico, essi rilevano la presenza, per le imprese familiari, di un legame positivo e significativo tra la quota proprietaria detenuta dalla famiglia e la performance. In prima approssimazione, questo elemento sembrerebbe avere una valenza positiva del

ruolo svolto dalla famiglia, segnalando che l'elevato coinvolgimento della famiglia nella proprietà apporta elementi utili al miglioramento della performance. In realtà, il risultato, se ben interpretato, mostra un'accezione tutt'altro che positiva. Infatti, come K e CDFL argomentano, il forte legame positivo tra proprietà familiare e performance sarebbe un segnale della presenza di costi di agenzia nelle imprese a proprietà familiare, che verrebbe ridotto da un *incentive effect* connesso con l'aumento del coinvolgimento economico-finanziario della famiglia nell'impresa.

Non solo, sia K che CDFL, anche se con modalità diverse (K usando la quota di proprietà familiare elevata al quadrato; CDFL usando una variabile espressiva della separazione tra proprietà e controllo), giungono alla considerazione che l'aumento della quota proprietaria detenuta dalla famiglia è positivo, ma entro certi limiti, superati i quali, l'*entrenchment effect* avrebbe un ruolo dominante, andando a compensare l'effetto incentivo. Tanto l'effetto incentivo quanto l'effetto *entrenchment* sembrerebbero essere più accentuati nelle imprese familiari, a causa, secondo quanto è possibile trarre dalle considerazioni fatte nei due studi, della scarsa qualità dell'ambiente legale a tutela degli azionisti che fa emergere "il lato negativo" dell'impresa familiare.

Come anticipato, anche VA e AR rilevano un risultato coerente a quello emerso in K e CDFL, pur analizzando campioni molto diversi da quelli contemplati in K e CDFL. In particolare, AR rilevano, con riferimento alla performance di mercato, una relazione non lineare tra la quota di capitale detenuta dalla famiglia e la performance. Questa non linearità si concretizza nella presenza di un legame positivo e altamente significativo per moderati livelli di concentrazione proprietaria (entro il 30% per AR), legame che, pur rimanendo positivo, perde di significatività per livelli progressivamente superiori. AR rilevano che, superata una quota proprietaria del 60%, il legame si inverte (le familiari sono "battute" dalle non familiari). VA, pur non effettuando un'analisi diretta a verificare una simile evidenza, riscontrano un legame negativo tra performance e "wedge" nelle imprese familiari.

Complessivamente, queste evidenze sembrano mostrare l'esistenza di un *entrenchment effect* quando è presente un'eccessiva concentrazione proprietaria e una separazione tra

proprietà e controllo, effetto che sembra avere una maggiore intensità nelle imprese familiari, rispetto alle non familiari, e una maggiore “forza” nei paesi caratterizzati da limitata protezione legale degli investitori (K e CDFL). Il risultato, comunque, si conferma anche in paesi, come gli Stati Uniti, dotati di un ambiente legale a tutela degli investitori di ottima qualità.

2.6.2 Il *family management*: evidenze sul ruolo che i membri della famiglia esercitano sulla gestione ed effetti sulla performance

Dopo aver cercato di sollevare alcune delle principali evidenze emerse con riferimento alla presenza della famiglia nella proprietà, ci concentriamo, ora, sugli studi (AR, VA, BC, V, M, CCL, ST) che hanno posto sotto osservazione se, ed in che misura, la presenza di familiari negli organi gestionali e di controllo dell’impresa, in particolare, CdA, CEO, presidente e vice-presidente, possa avere un effetto sulla performance, “isolato” rispetto a quello legato alla proprietà.

Anche con riferimento alla gestione, la maggior parte degli studi trovano evidenza di un legame positivo e significativo tra presenza di familiari negli organi di comando e performance (AR, BC, M, ST), anche se, rispetto alla proprietà familiare, l’evidenza necessita di alcuni doverosi approfondimenti per chiarire le dinamiche sottostanti i diversi risultati.

BC è l’unico studio che distingue, attraverso differenti variabili dummy, i differenti ruoli svolti dai familiari a livello gestionale. Nel dettaglio, BC prendono in considerazione tre differenti situazioni: familiare CEO, familiare presente nel CdA senza ruoli esecutivi, nessun familiare nel CdA. Essi rilevano che la presenza di familiari, o in qualità di capi azienda o, comunque, di membri del CdA, contribuisce al miglioramento della performance. Tuttavia, la robustezza dei risultati rilevati è decisamente diversa tra le variabili utilizzate: i migliori riscontri emergono quando vi è la presenza di un familiare nel CdA senza ruoli esecutivi (risultato significativo al

livello dell'1% e del 5% a seconda della misura di performance utilizzata). Mentre, in caso di CEO familiare, il legame positivo rimane, ma la significatività statistica viene meno. Dunque, sembra che la situazione migliore sia presente quando la famiglia presidia il CdA con un ruolo di monitoraggio, con una gestione affidata ad un soggetto esterno alla famiglia.

Gli altri studi, a differenza di BC, si concentrano su un singolo ruolo gestionale, quello di CEO (solo M e V considerano anche, ma sempre usando una singola variabile dummy, la posizione di presidente e di vice-presidente). Sotto questo profilo, solo VA, V, M e BC esaminano la presenza di familiari nella posizione di CEO, senza, in prima analisi, effettuare ulteriori indagini circa le "origini familiari" del CEO. Nello specifico, VA, V, BC e M rilevano evidenze differenti, ma che mettono in luce un risultato abbastanza evidente: la presenza di un CEO familiare, di per sé, non sembra essere un elemento "*valuable*" nel concorrere ai risultati aziendali.

Nel dettaglio, VA non trovano alcuna evidenza significativa circa un eventuale ruolo, positivo o negativo, del CEO familiare, di BC si è discusso poco sopra (evidenza positiva ma molto debole), V, al contrario, trova un legame negativo e significativo tra il CEO familiare e la Q di Tobin. Il risultato è legato alla circostanza che la presenza negli organi di gestione di un familiare, abbinata al fatto che l'analisi si concentra sull'Italia, un paese caratterizzato da limitata tutela degli azionisti minoritari, possa inasprire i costi di agenzia "via" *entrenchment effect*. Di parere decisamente opposto sembra essere lo studio di M, il quale rileva un legame positivo e altamente significativo tra la dummy che segnala la presenza di un CEO familiare e la performance. Questa evidenza, differente, in particolar modo, rispetto a VA e V, potrebbe anche essere associata al fatto che M considera anche i ruoli di presidente e di vicepresidente che, non di rado, non hanno incarichi esecutivi bensì di semplice rappresentanza.

2.6.2.1 *Family management* e struttura del nucleo familiare: come incidono le generazioni

Gran parte degli studi (BC, VA, AR, ST) che hanno indagato il legame tra gestione familiare e performance hanno effettuato, come unica analisi (AR e ST) o come analisi aggiuntiva (BC e VA), una sottoclassificazione, “*splittando*” la variabile espressiva della presenza/assenza di un CEO familiare in tre differenti variabili, a seconda che la qualifica di CEO venga ricoperta dal fondatore, da un erede o da un manager professionista. Questa distinzione assume notevole importanza in quanto, non solo permette di indagare la rilevanza dei contributi delle diverse generazioni nell’impresa, ma contribuisce a spiegare il segno, laddove rilevato, della variabile che raggruppa tutte le osservazioni relative alla presenza di un CEO familiare, senza alcuna distinzione.

Dai risultati emerge una conferma piuttosto netta ad una delle ipotesi originariamente fatte circa la potenziale rilevanza del fondatore: il cosiddetto “*founder effect*”. Nello specifico, tutti gli studi, prescindendo dalla misura di performance utilizzata, dal metodo statistico e dalle modalità di definizione della variabile, rilevano che le imprese familiari gestite dal fondatore (fondatore = CEO) realizzano performance migliori rispetto alle altre (imprese non familiari, imprese familiari *heir-controlled*, cioè gestite da eredi, e imprese familiari *professionally-managed*, cioè gestite da managers professionisti). E’ opportuno precisare che questo non implica che le imprese familiari in cui il CEO è un erede sottoperformano sistematicamente tutte le altre (sicuramente le *founder-controlled*, ma non necessariamente anche le altre tipologie).

Infatti, sotto quest’ultimo profilo, le evidenze sono alquanto differenziate e, almeno in prima analisi, non sembrano essere legate da particolari fili conduttori. Nel dettaglio, VA rilevano che una gestione aziendale affidata al fondatore è determinante per il conseguimento di elevati valori della Q di Tobin, mentre qualora la carica di CEO sia affidata ad un erede o ad un soggetto esterno, si rileva, rispettivamente, un legame negativo e nessun legame con la performance. Per VA, dunque, le imprese *heir-controlled* sono quelle che ottengono i risultati peggiori (quelle affidate a managers professionisti non sembrano essere significativamente differenti da quelle non familiari). Questo spiegherebbe il fatto che VA, nel campione complessivo, rilevano un legame inesistente tra CEO familiare e performance: la superiorità delle imprese

founder-controlled è “compensata” da quella negativa delle imprese *heir-controlled*. BC, al contrario di VA, pur rilevando la superiorità delle imprese familiari che vedono il CEO come fondatore, non mostrano risultati penalizzanti per le imprese *heir-controlled*: in pratica, queste ultime non sembrano essere significativamente differenti rispetto a quelle non familiari. Secondo BC, comunque, i migliori risultati sono ottenuti quando la carica di CEO è ricoperta da un manager professionista e uno o più familiari (fondatore o erede) sono presenti nel CdA. ST rileva risultati ancora differenti: fermo restando il “*founder effect*”, essi trovano che le imprese familiari controllate da eredi realizzano performance paragonabili a quelle delle imprese familiari controllate dal fondatore, anche se questo risultato è limitato alle sole misure di performance contabili (gli autori forniscono le seguenti spiegazioni: limitatezza del campione di imprese *heir-controlled*, 108 imprese; l’elevata volatilità dei prezzi di molti titoli negoziati sul mercato secondario, scarsamente liquido, amplifica la varianza dell’errore, rendendo inaffidabile la discriminazione tra imprese familiari e non familiari; il mercato sta ingiustificatamente penalizzando le imprese familiari gestite da eredi). Al contrario, le imprese familiari con manager professionista non sembrano essere significativamente differenti rispetto alle non familiari e, comunque, sottoperformanti rispetto alle familiari (*heir- e founder-controlled*). AR ottengono risultati simili a ST per quanto attiene alle performance contabili (ROA) e a BC con riferimento a quelle di mercato (Q di Tobin): infatti, relativamente alle prime, AR mettono in evidenza che le imprese *heir-controlled* sono migliori rispetto alle non familiari e alle imprese familiari che hanno come CEO un soggetto non familiare; al contrario, relativamente alla Q di Tobin, si conferma il “*founder effect*” ma si nota che le imprese *heir-controlled*, pur non essendo peggiori rispetto alle non familiari (il coefficiente è positivo ma non significativo), com’era, invece, emerso in VA, mostrano valutazioni inferiori sia rispetto a quelle controllate dal fondatore che a quelle gestite da managers professionisti.

Complessivamente, sembra emergere un quadro sintetizzabile nei seguenti punti:

- 1) il contributo del fondatore appare determinante per il raggiungimento di superiori performance contabili e di mercato rispetto alle imprese non familiari;

2) gli eredi, nei ruoli gestionali, salvo lo studio di ST, non sembrano apportare elementi di rilievo, tali da contribuire al miglioramento significativo delle performance, ma, nel contempo, non è possibile affermare che siano elementi penalizzanti. Infatti, mentre nelle performance contabili il loro contributo si mostra non peggiore rispetto a quello delle imprese non familiari (BC) e a volte migliore (AR, ST), nelle performance di mercato, la situazione sembra meno positiva: il mercato si mostra “scettico” se la gestione è affidata ad eredi e, al contrario, tende a premiare una gestione affidata a managers professionisti (AR, BC), anche se l’evidenza è limitata (VA e ST rilevano che il mercato tende a valutare allo stesso modo l’impresa non familiare rispetto a quella familiare con una gestione affidata ad un soggetto non familiare).

2.6.3 Proprietà, gestione familiare e performance: altri elementi di dettaglio

Finora l’attenzione è stata concentrata sulle analisi di carattere generale inerenti il legame impresa familiare-performance che coinvolgevano, a vario titolo, tutti gli studi analizzati. Tuttavia, poiché alcuni studi effettuano ulteriori analisi di dettaglio, sembra opportuno approfondirne alcune, quelle che sollevano le evidenze apparse più interessanti.

In questa sede si può collocare lo studio di CCL, scarsamente preso in considerazione nei paragrafi precedenti, essendo molto “singolare” nel campione, nel metodo di definire l’impresa familiare e nel tipo di analisi che conduce, elementi che non permettono un’immediata comparazione con gli altri. Innanzitutto, questo studio, qualificando l’impresa familiare mediante l’uso contemporaneo di tre criteri: la proprietà familiare, il numero di familiari coinvolti nella gestione e la possibilità che il successore alla carica di presidente sia un familiare, non si inquadra in nessuna delle precedenti metodologie di definizione della variabile espressiva l’impresa familiare.

CCL, pur non rilevando alcun legame significativo tra la dummy usata per identificare l'impresa familiare e la performance, mostrano che l'utilizzo di strumenti di pianificazione strategica nell'impresa (si rammenta che le imprese del campione sono di piccole dimensioni, 2,3 milioni di \$ di fatturato e 23 dipendenti in media, e non quotate), pur avendo un effetto positivo e significativo sulla performance, a prescindere dal fatto che l'impresa sia familiare o meno, produce effetti decisamente migliori nelle imprese non familiari rispetto a quelle familiari. Ciò si potrebbe prestare ad una duplice interpretazione: da un lato, questo risultato potrebbe segnalare la minor utilità, per le imprese familiari, degli strumenti di pianificazione strategica come mezzi per ridurre i costi di agenzia essendo la famiglia, di per sé, che potrebbe svolgere un ruolo sostitutivo di tali strumenti; dall'altro, anche alla luce del coefficiente negativo riscontrato per la variabile d'interazione definita come prodotto tra la dummy familiare e la dummy che segnala la presenza di strumenti di pianificazione strategica che compensa quello positivo (e non significativo) rilevato per la dummy familiare, si potrebbe anche pensare che l'impresa non familiare sia maggiormente capace di contenere i costi di agenzia tramite la pianificazione strategica, cosa che l'impresa familiare non riesce a fare e che determinerebbe un vantaggio "netto" dell'impresa non familiare che usa gli strumenti di pianificazione strategica su quella familiare. In altri termini, pur non avendo riscontrato differenze significative tra imprese familiari e non familiari in termini di performance, le maggiori difformità tra le due categorie sono riconducibili alla differente rilevanza nel "peso" dei costi di agenzia che, complessivamente, sembrano essere minori nell'impresa familiare ma che quella non familiare può gestire tramite la pianificazione strategica.

VA conduce un'interessante analisi che sfrutta, in maniera alquanto intelligente, la presenza dei familiari negli organi di comando come strumento per ridurre i costi di agenzia derivanti da conflitto di interessi tra azionisti e managers (*agency I*), tipici delle *public company* e anche delle imprese familiari che hanno un CEO non familiare, confrontandoli con quelli derivanti da conflitto tra azionisti di minoranza e maggioranza (*agency II*), quest'ultimi "controllati" attraverso la presenza/assenza di strumenti di leva azionaria (azioni a voto limitato, accordi di voto, piramidi societarie ecc.). VA

identificano quattro differenti sottogruppi di imprese, valutando ciascuna di esse in funzione della presenza/assenza di *agency I* e *agency II*:

- 1) Imprese del Tipo I: imprese familiari che usano strumenti di leva azionaria e che hanno un familiare come CEO: SI *agency II*; NO *agency I*.
- 2) Imprese del Tipo II: imprese familiari che usano strumenti di leva azionaria e che hanno un CEO non familiare: SI *agency I* e II.
- 3) Imprese del Tipo III: imprese familiari che non usano strumenti di leva e che hanno un CEO familiare: NO *agency I* e II.
- 4) Imprese del Tipo IV: imprese non familiari e imprese familiari che non usano strumenti di leva azionaria e che non hanno un CEO familiare: SI *agency I*; NO *agency II*.

VA rilevano alcuni risultati di rilievo, di cui alcuni inattesi, sulla base delle argomentazioni teoriche relative ai problemi di agenzia:

- 1) sulla base di test statistici basati sulla differenza tra le medie della Q di Tobin, calcolata per ciascuna delle quattro categorie, emerge che il Tipo III, come auspicabile, è la categoria che mostra una Q di Tobin significativamente più alta delle altre;
- 2) dal confronto tra il Tipo I e il tipo IV sembra che il Tipo I presenti una Q di Tobin media significativamente più alta del Tipo IV, anche se il risultato non è molto robusto. Questa evidenza, in prima analisi, è inattesa: in generale, è plausibile ritenere che siano più “severi “ gli *agency II* rispetto agli *agency I* in quanto, a parità di separazione tra proprietà e controllo, gli strumenti di leva azionaria riducono sensibilmente il ruolo di disciplina del *market for corporate control* (Brealey *et al.*, 2006, pp. 1028) rendendo più difficoltosa la rimozione dei costi di agenzia;

3) distinguendo il Tipo I e il Tipo III a seconda che il CEO sia il fondatore o un erede, si osserva che la presenza del fondatore è in grado di “supplire” gli effetti negativi connessi con la presenza degli strumenti di leva azionaria, rendendo altamente significativo il risultato rilevato al precedente punto 2. In secondo luogo, qualora il CEO sia un erede, il confronto, da un lato, tra Tipo I e Tipo IV e, dall’altro, tra Tipo III e Tipo IV, mostra che solo nel secondo caso (Tipo III vs. Tipo IV) c’è una riduzione significativa della performance rispetto alle imprese non familiari (Tipo IV). Il risultato è sorprendente se si considera che il Tipo III è quello che dovrebbe avere i minori costi di agenzia e, quindi, dovrebbe contribuire a controbilanciare l’effetto negativo connesso con la presenza degli eredi nella carica di CEO. Il risultato viene giustificato argomentando, ad avviso di chi scrive in maniera non molto convincente, che l’uso di strumenti di leva azionaria da parte degli eredi è un modo per conciliare l’esigenza di sviluppo della società con quella di mantenimento del controllo. Non si dubita sul fatto che sia così, bensì sul fatto che ciò possa costituire una notizia positiva: l’obiettivo di mantenere il controllo (con tutti i vantaggi “personali” che ne consegue) sembrerebbe essere prioritario rispetto a quello della crescita aziendale, la quale, probabilmente, se fosse stata l’esigenza prioritaria, avrebbe indotto la famiglia ad aprire il capitale ad altri soggetti, disposti a finanziare l’impresa anche in futuro, diluendo la propria quota e, quindi, evitando di posticipare un problema, quello dei vincoli personali di ricchezza che può affliggere la famiglia, che, comunque, non potrà essere procrastinato in eterno usando gli strumenti di leva azionaria.

K, oltre all’analisi del ruolo svolto dalla proprietà familiare, pone sotto osservazione, come già anticipato, quello dei “*chaebols*”, rilevando che, come ipotizzato ex-ante, queste strutture di gruppo sono caratterizzate da una performance di efficienza significativamente più bassa rispetto alle imprese “indipendenti” e che, nei “*chaebols*”, la proprietà familiare esercita un ruolo maggiormente positivo sulla performance in

quanto, attraverso l'effetto incentivo, riduce i problemi di agenzia inaspriti dal tipo di struttura che caratterizza il “*chaebol*”.

ST, al fine di verificare il motivo per il quale si riscontrano risultati differenti tra performance contabile (forte legame positivo tra imprese *heir-controlled* e performance) e di mercato (nessun legame tra questa tipologia di impresa e la performance), esprimono la performance contabile, il ROA, nelle sue determinanti: **a)** intensità di capitale (rapporto tra dipendenti e attivo, L/A); **b)** produttività del lavoro (rapporto tra ricavi e dipendenti, Y/L); **c)** salario medio pagato ai dipendenti (w), fornendo la seguente relazione:

$$ROA = \frac{L}{A} \left(\frac{Y}{L} - w \right)$$

In maniera analoga al ROA, ciascuna delle tre determinanti è stata posta in relazione con le variabili dummy che segnalano, rispettivamente, CEO fondatore, CEO erede, CEO non familiare.

Gli autori rilevano che la maggior profittabilità delle imprese familiari *heir-controlled* è connessa con il fatto che le imprese familiari sono maggiormente presenti in settori *labor intensive*, caratterizzati da una minor produttività del lavoro e da bassi salari, questo spiegherebbe gli elevati valori del ROA. Il punto è che ST avevano già controllato l'“*industry effect*” attraverso le dummy settoriali che, probabilmente, non sono state in grado di “cogliere” in maniera corretta questo elemento di eterogeneità. Gli autori forniscono una seconda ed interessante spiegazione alternativa: se le dummy settoriali, invece, fossero state capaci di cogliere in maniera corretta le differenze settoriali, è possibile che le imprese familiari abbiano una qualche capacità “unica” di pagare salari più bassi ai dipendenti rispetto alle altre imprese e, per tale motivo, saranno desiderose di scegliere processi produttivi più *labor intensive*, migliorando la redditività.

Questa capacità può essere legata a diversi elementi: una prima motivazione è connessa al fatto che i dipendenti, in un'impresa familiare, possono godere di una sorta di

“assicurazione implicita” per effetto della quale il rischio di perdere il lavoro in caso di *shock* economici è ridotto. Per questa “assicurazione”, derivante dalla reputazione e dalla credibilità acquisita dalla famiglia nel corso degli anni, essi sono disposti a pagare un premio sotto forma di salario più basso. Una seconda motivazione è che i managers di *public company*, facendo leva sulla loro discrezionalità nella gestione, pur di garantirsi una condizione di tranquillità con i dipendenti (evidenze aneddotiche ritengono che essi hanno una scarsa propensione ad impegnarsi nella contrattazione salariale con i sindacati, accettando con maggior facilità le loro richieste, e che desiderano ridurre al minimo le lamentele dei dipendenti, Bertrand, Mullainathan, 1999), sono disposti a pagare alti salari, oltre livelli di ragionevole competitività, che riducono la redditività dell’impresa. In questi termini, i bassi salari possono essere visti come effetto di minori costi di agenzia nelle imprese familiari.

Capitolo 3

Lo studio empirico sulle imprese italiane quotate

3.1 Introduzione

Sulla scorta di quanto si è detto sulle caratteristiche peculiari dell'impresa familiare, nonché del commento di alcune tra le principali evidenze empiriche internazionali emerse con riferimento al legame tra impresa familiare e performance, in questa sede si vuole cercare di indagare, su un campione relativamente "nuovo" di imprese italiane quotate, se, e in che misura, le ipotesi formulabili circa il legame tra impresa familiare e performance possono trovare riscontro nella realtà delle società italiane quotate.

L'approccio iniziale dal quale ha preso le mosse l'indagine è quello fatto proprio dalla teoria dell'agenzia. In altri termini, l'analisi parte dalle ipotesi che, tipicamente, la teoria dell'agenzia formula con riferimento alle imprese familiari, ipotesi che si è cercato di rendere compatibili con la realtà italiana, anche sulla base dei risultati riscontrati in altri studi del filone.

3.2 Un quadro sintetico della realtà imprenditoriale "quotata"

Tre sono i fattori principali che hanno sollevato le argomentazioni teoriche sulla base delle quali si effettuerà l'indagine empirica:

- 1) La realtà delle strutture proprietarie e di controllo delle società italiane non finanziarie quotate continua ad essere caratterizzata da un concentrazione proprietaria decisamente elevata: Mengoli *et al.* (2007) rilevano che, negli undici anni 1995 – 2005, la quota di controllo (*voting rights* - VR) media delle società quotate si è attestata al 49,77% e quella mediana al 51,65%. In pratica, oltre il 50% delle società quotate continua ad essere controllato di diritto. La cosa abbastanza sorprendente è che, dal 1995 al 2005, relativamente a questo aspetto, non c'è stata alcuna inversione di tendenza: nel 1995 i VR mediani erano pari a 52,12%, nel 2005 erano pari a 51,82%. Si nota che, rispetto al 1995, dove valore medio e mediano tendono a coincidere, nel 2005 la media è sensibilmente più bassa della mediana. Questo segnala una progressiva maggior presenza di società con strutture di controllo meno concentrate che, tuttavia, non sembra intaccare il “nocciolo duro” delle società controllate di diritto.

- 2) La separazione tra proprietà e controllo, al contrario, mostra un deciso *trend* discendente: infatti, Mengoli *et al.* (2007) rilevano che, a fronte di un immobilismo nelle strutture di controllo, al contrario, la quota proprietaria facente capo al principale azionista “ultimo” (cosiddetto alfa diluito, o *cash flow rights* - CFR) si è significativamente innalzata, mostrando che, nel corso degli anni, il numero delle società facenti uso di strumenti di leva azionaria si è progressivamente ridotto. Nello specifico, si è passati da un valore mediano di CFR pari a 44,12% nel 1995 ad un valore di 49,99% nel 2004. Anche in questo caso, la differenza tra media e mediana tende ad ampliarsi negli anni più recenti (la mediana supera la media), mostrando che, da un lato, numericamente, le società con una tendenziale coincidenza tra VR e CFR sono in forte aumento, e dall'altro, che le società che fanno uso di *control enhancing devices* ne fanno, comunque, un uso piuttosto intenso. Il *trend* è evidente se si osserva il rapporto tra CFR e VR (maggiori valori del rapporto segnalano minore separazione e, quindi, minori rischi di incorrere in costi di agenzia “via” espropriazione di

ricchezza. Un valore pari ad 1 indica assenza di separazione): si passa da un valore medio per il 1995 di 0,784 ad un valore di 0,912 per il 2005.

E' interessante osservare che: **a)** sebbene il *trend* sia evidente nel campione complessivo, gli autori fanno notare che, distinguendo le società tra società "storiche" (cioè quotate per l'intero arco temporale) e di nuova quotazione, il *trend* è rilevante soprattutto per il sottocampione delle società "storiche"; **b)** tuttavia, tra società "storiche" e quelle oggetto di IPO permane un *gap* nei valori del rapporto CFR/VR, in progressiva riduzione, che vede le prime caratterizzate da una separazione più elevata e, quindi, da valori più bassi del rapporto CFR/VR. In altri termini, escludendo le società di nuova quotazione, si sarebbero riscontrati valori del rapporto CFR/VR sicuramente più bassi.

- 3) La qualità dell'ambiente legale a tutela degli investitori e, in particolare, degli azionisti, nel confronto con gli altri paesi economicamente e finanziariamente evoluti (sia anglosassoni che dell'Europa Continentale), continua ad essere penalizzante, specie con riferimento all'*enforcement* delle leggi. Tuttavia, c'è da dire che la strada delle riforme, avviata con l'introduzione del Testo Unico della Finanza (TUF) nel 1998, proseguita con l'entrata in vigore nel 2004 della riforma del diritto societario (cosiddetta "Riforma Vietti"), con le recenti leggi 62/2005 e 262/2005, e successive modificazioni, aventi ad oggetto la disciplina del *market abuse* e la tutela del risparmio, fino a giungere ai recenti Decreti Legislativi, attuativi di direttive comunitarie, 164/2007 (MiFID: *Market in Financial Instruments Directive*), 195/2007 (*Transparency*) e 229/2007 (legge sulle OPA), sta dando una svolta importante agli aspetti inerenti la protezione degli investitori e il regolare funzionamento dei mercati. Agli aspetti legislativi e regolamentari si affiancano, poi, necessariamente, quelli di "autoregolamentazione", sui quali l'introduzione del Codice Preda nel 2002, modificato di recente, nel 2006, ha dato un *input* importante verso l'applicazione volontaria da parte delle società dei migliori standard internazionali di *best practice* riguardanti la *corporate governance*.

3.3 Considerazioni ed ipotesi a sostegno del *testing* empirico

Il quadro proposto, complessivamente, può orientarci verso alcune considerazioni inerenti l'impresa familiare, come particolare forma proprietaria e di governo societario. In particolare, il controllo familiare costituisce, come si avuto modo di constatare nel primo capitolo (paragrafo 1.6), la forma in assoluto più diffusa in Italia e rappresenta un carattere "strutturale" dell'economia e dell'imprenditoria italiana. I dati mostrati poco sopra, fatti interagire con le argomentazioni classiche della teoria dell'agenzia, ci portano a formulare delle valutazioni decisamente contrastanti circa il possibile ruolo della famiglia nell'impresa.

In prima analisi, la presenza di un soggetto familiare come azionista principale potrebbe essere un importante strumento di contenimento dei costi di agenzia derivanti dai conflitti tra azionisti e managers alla luce, non solo delle sue superiori capacità di monitoraggio dei managers stessi, ma anche della sua, apparentemente naturale, propensione verso un orizzonte temporale di lungo periodo che dovrebbe "guidare" le scelte verso decisioni coerenti con gli interessi dell'impresa la quale, essendo di norma il principale *asset* della famiglia, contribuisce in maniera determinante, se gestita in maniera efficiente, al miglioramento del benessere della famiglia stessa e, di conseguenza, anche a quello degli altri azionisti.

Questa situazione di "equilibrio ottimale", tuttavia, deve fare i conti con l'ambiente (culturale, legislativo, politico, finanziario internazionale ecc.) in cui l'impresa si trova ad operare. In Italia, questo "ambiente" non appare essere dei più favorevoli: la prevalenza del controllo di diritto che, per l'ostinazione con cui è mantenuto, sembrerebbe essere quasi un "*must*", appare essere più che altro una conseguenza della mancanza di stimoli ambientali come, ad esempio, la limitatezza e la poca dinamicità dei mercati di sbocco, la presenza di produzioni di nicchia e le posizioni di rendita ad esse associate (Micossi, 2006; Spaventa, 2003); la tutela, ancora limitata, accordata

all'azionista, sembra rendere il saldo mantenimento del controllo come la principale forma di "autotutela" dell'azionista il quale, per investire in borsa, richiede un maggior costo del capitale per essere compensato da rischi di espropriazione, che porta ad una riduzione dei prezzi azionari e ad una loro "convenienza relativa" che induce all'assunzione del controllo (La Porta *et al.*, 1998; Dick, Zingales, 2002); la presenza di rendite di monopolio rende instabile una struttura di controllo diffusa per effetto dei forti incentivi ad assicurarsene lo sfruttamento tramite l'acquisizione del controllo (Bebchuk, 1999a). Rendite che, a loro volta, garantiscono le risorse per raccogliere consensi politici e sindacali e limitare lo sviluppo del mercato (Rajan, Zingales, 2003a; Pagano, Volpin, 2001; Morck, Yeung, 2004); la presenza di un atteggiamento politico di ostacolo verso l'impresa e il mercato, induce gli imprenditori ad essere diffidenti nei confronti del *management*, trincerandosi nel controllo della propria impresa (Roe, 2003).

Ciascuna delle suddette motivazioni che possono giustificare la presenza di una forte concentrazione dell'azionariato si possono adattare all'Italia e, complessivamente, non sembrano poter essere oggetto di valutazioni particolarmente positive da parte della comunità finanziaria che potrebbe mostrarsi diffidente.

Non solo, nonostante sia stata messa in evidenza l'evoluzione in direzione positiva tanto degli strumenti per il mantenimento del controllo (minor uso di strutture piramidali, progressiva riduzione dell'utilizzo di azioni a voto limitato, il cui gradimento da parte degli investitori internazionali è pressoché inesistente ecc.), quanto della legislazione disciplinante mercati, investitori ed intermediari, la tendenza delle famiglie a voler mantenere il controllo è ancora forte, segnale che il controllo è ancora fonte di importanti benefici: nella Relazione Annuale della CONSOB per l'anno 2006 emerge come la quota media dei diritti di voto delle società neo quotate, post-quotazione, è pari al 54% e solo in un numero limitato di casi si colloca al di sotto del 50%; la presenza di investitori istituzionali nel capitale delle società quotate italiane continua ad essere decisamente ridotta e si nota una progressiva crescita dei patti di sindacato aventi ad oggetto sia l'esercizio del diritto di voto che la circolazione delle azioni. La quota sindacata media raggiunge il 50%.

Se qualche pressione verso una maggiore apertura delle strutture proprietarie è lecito che vi sia, per ora, tuttavia, non sembra sortire particolari effetti “pratici”. E’ auspicabile che il nuovo quadro normativo, associato al fenomeno della globalizzazione, che impone anche una crescita dimensionale, possa “costringere” le imprese, specie le *mid- e small-caps*, tipicamente a controllo familiare, ad accogliere con maggior intensità soggetti “esterni” ed a ridurre l’esigenza di mantenimento del controllo. Finché il *trade-off* tra crescita e mantenimento del controllo si risolverà nella prevalenza del secondo sul primo (finora questo *trade-off* è stato, spesso, aggirato tramite gli strumenti di leva azionaria che è lecito attendersi saranno sempre meno *appealing*), il mercato azionario italiano continuerà a subire i timori e la poca fiducia della comunità finanziaria internazionale.

Sulla base di queste considerazioni, la proprietà familiare, abbinata all’elevata concentrazione proprietaria che riduce quasi a zero la contendibilità delle imprese, all’uso, sebbene in progressiva riduzione, di strumenti di separazione tra proprietà e controllo, ad un ambiente legislativo non ancora maturo, politico ed istituzionale ancora “chiuso” e “rigido”, culturale troppo “adattivo” verso modelli sbagliati, è possibile che “sconti” una “*view*” non propriamente positiva del mercato rispetto ad altre forme proprietarie e di governo, “*view*” che potrebbe sottostimare le effettive potenzialità dell’impresa. In pratica, è plausibile ritenere, come già argomentato nel Capitolo 2 (paragrafi 2.4.1 e 2.4.2) e nel capitolo iniziale, descrivendo gli aspetti positivi e negativi del business familiare, che l’elevata concentrazione proprietaria, la presenza di separazione tra proprietà e controllo, la qualità dell’ambiente legale a tutela degli azionisti ancora debole, il quadro istituzionale inadeguato, possano contribuire a far affiorare i fattori negativi del business familiare, connessi con i maggiori rischi di espropriazione, la tendenza ad attribuire le responsabilità gestionali a familiari, prescindendo dalle effettive abilità gestionali (fenomeno del nepotismo), i vincoli personali di ricchezza che potrebbero ostacolare la crescita, l’avversione al rischio che potrebbe pregiudicare l’efficacia dell’attività di investimento e sviluppo, le problematiche successorie che potrebbero creare o esacerbare i conflitti tra familiari e pregiudicare, se mal gestiti, la prosperità futura dell’impresa.

3.4 Il campione d'indagine

L'analisi empirica è stata condotta su un campione di 119 società italiane non finanziarie (sono state escluse banche, compagnie assicurative ed altri intermediari finanziari, avendo strutture proprietarie “singolari” rispetto alle imprese manifatturiere e di servizi, nonché differenti parametri sulla base dei quali vengono misurate le performance) quotate sul mercato principale della borsa di Milano (in pratica, sono state considerate solo le società appartenenti al mercato MTA, escludendo, quindi, tutte le società del Nuovo Mercato, ora ribattezzato MTAX), ininterrottamente dal 2000 al 2004 (5 anni). La selezione ha dato origine ad un campione strutturato come *panel*, con un numero totale di osservazioni pari a 595. A causa dell'indisponibilità di alcuni dati, per alcune imprese, in alcuni anni, la struttura, nell'analisi statistica, assume più propriamente la forma di *panel unbalanced*.

La Tabella 8 fornisce la ripartizione delle società per settore di appartenenza. La ripartizione settoriale è stata condotta sulla base dei settori identificati da Mediobanca nella base dati settori on-line. Alla ripartizione originale proposta da Mediobanca sono state apportate le seguenti modifiche, al fine di avere una segmentazione maggiormente significativa, specie nell'analisi statistica:

- a) i settori: pubblicità e spettacolo, fibre chimiche, gioielli ed occhiali sono stati eliminati, essendo presente una sola società ed essendo affini ad altri settori già presenti, e ricondotti, rispettivamente, nei seguenti settori: pubblicità e spettacolo nell'editoriale; gioielli ed occhiali nell'abbigliamento; fibre chimiche nel chimico;
- b) è stato aggiunto il settore immobiliare, non essendo presente nell'articolazione originaria (le società del settore vengono inserite, in via residuale, nel settore “varie”), alla luce della numerosità delle società presenti nel settore in questione.

Nel settore “varie” vengono incluse o società che non possono essere ricondotte ad alcun settore specifico, svolgendo un’attività non inquadrabile tra quelle identificate da Mediobanca, oppure alcune *holding* industriali che detengono partecipazioni in settori tra loro molto differenti, senza che sia possibile individuare un’attività prevalente. Nell’analisi regressiva, che verrà descritta nel prosieguo, il settore “varie” è stato escluso dal campione, considerando l’eterogeneità delle imprese ivi comprese, che non permette un adeguato controllo dell’*industry effect*. Per tale ragione, la numerosità del campione, limitatamente alle regressioni, è ridotta a 112 imprese.

Dalla Tabella 8 emerge che i settori maggiormente rappresentati sono quello dei servizi pubblici (10,08%), prodotti per l’edilizia (9,24%), meccanico (9,24%), immobiliare (8,40%) ed abbigliamento (6,72%) che, complessivamente, costituiscono circa il 44% dell’intero campione. Come ampiamente atteso, si vede chiaramente che le imprese in cui l’azionista di controllo è una famiglia (si veda paragrafo 3.6.1 per la definizione di impresa familiare) sono decisamente predominanti (69% del campione). Si nota, inoltre, una non omogenea distribuzione settoriale tra imprese familiari e non familiari: in alcuni settori (in particolare: abbigliamento, alimentare, farmaceutico, elettrodomestici, prodotti per l’edilizia, meccanico, editoriale, tessile) c’è una netta prevalenza di imprese familiari (oltre l’80% del settore); in altri, la presenza della famiglia è alquanto ridotta (cartario, impiantistico, servizi pubblici) o simile a quella delle imprese non familiari (immobiliare, edilizio e opere pubbliche, energetico, mezzi di trasporto, elettronico). Come ci si poteva aspettare, le imprese familiari sono “caratteristiche” dei settori del “*made in Italy*”⁴ (abbigliamento, alimentare, tessile, meccanico, elettrodomestici e prodotti per l’edilizia). Già a questo livello dell’analisi sembra importante rimarcare come sia fondamentale, nell’analisi della performance, controllare l’*industry effect*, alla luce dell’eterogenea ripartizione settoriale tra imprese familiari e non familiari.

⁴ Per l’identificazione dei settori del “*made in Italy*” si è fatto riferimento a “Le medie imprese industriali italiane (1996-2003)”, Mediobanca-Unioncamere, 2006.

3.5 La variabile dipendente: definizione e misura

La variabile dipendente è rappresentata dalla performance dell'impresa, che rappresenta la variabile rispetto alla quale si vuole indagare l'eventuale effetto esercitato della proprietà e/o dalla gestione familiare.

Poiché l'obiettivo dello studio è quello di verificare se, nell'ottica della teoria dell'agenzia, l'impresa familiare può essere considerata un modello proprietario e di *governance* migliore rispetto ad altri, gli effetti circa la presenza di costi di agenzia sono più immediatamente riflessi nella valutazione di mercato dell'impresa, piuttosto che nelle performance contabili, che non necessariamente tengono traccia di simili valori. Per questa ragione, è stata presa in considerazione, come performance aziendale, solo la performance di mercato, misurata dal *market-to-book ratio* (MTBV), cioè dal rapporto tra valore di mercato e valore contabile del capitale netto. Questa grandezza dovrebbe riflettere le opportunità di crescita dell'impresa. Ne consegue che l'eventuale presenza di problemi di agenzia, che potrebbero minacciare la realizzazione di opportunità d'investimento profittevoli, si manifesterebbe, *ceteris paribus*, in una penalizzazione del valore dell'impresa da parte degli investitori e, quindi, in un minor valore del rapporto MTBV.

La variabile è stata tratta dalla base dati Datastream. Ai fini del calcolo, Datastream calcola il rapporto a livello di categoria di titoli e non di impresa nel suo complesso (ad esempio, il *market-to-book ratio* delle Fiat ordinarie è calcolato sulla base del valore di mercato delle Fiat ordinarie, rapportato alla corrispondente frazione di capitale netto contabile rappresentata da azioni ordinarie. Stessa procedura vale per le azioni di risparmio e privilegiate). Per tale ragione, il rapporto è stato calcolato limitatamente alla quota di azioni ordinarie, caratterizzate da una maggior diffusione e liquidità. Laddove non fossero quotate azioni ordinarie, il rapporto è stato calcolato limitatamente alla categoria di azioni quotate (ad esempio, per l'IFI è stato considerato il MTBV delle azioni privilegiate). La variabile è stata calcolata l'ultimo giorno di borsa aperta di ogni anno, dal 2000 al 2004, per tutte le imprese del campione.

Nell'analisi di regressione, al fine di trattare la possibile presenza di valori anomali (*outliers*), è stata applicata la procedura di *winsorizing*: in pratica, le osservazioni superiori al 95° percentile e quelle inferiori al 5° percentile sono state ricondotte, rispettivamente, al valore corrispondente al 95° percentile e a quello corrispondente al 5° percentile.

3.6 La variabile indipendente: definizione e misura

Nella definizione della variabile indipendente di interesse ci si pone come obiettivo quello di identificare, all'interno del campione complessivo, le imprese familiari, distinguendole dalle altre forme proprietarie e di *governance*.

A prescindere dagli aspetti “tecnici” che presidono la costruzione della variabile, che verranno discussi a seguire, gli elementi di criticità nel qualificare la variabile fanno riferimento, come già si è avuto modo di constatare nella prima parte del lavoro, al modo di definire il concetto di impresa familiare. Rinviando il lettore al primo capitolo per una discussione in tale direzione, qui verranno descritte le metodologie ed i criteri utilizzati nello studio per qualificare il fenomeno dell'impresa familiare, senza trascurare le problematiche connesse con l'impiego di un certo criterio piuttosto che di un altro.

Ciò premesso, la linea di condotta che si è deciso di seguire fa perno sull'utilizzo di metri definitivi oggettivi e agevolmente misurabili:

- 1) la struttura proprietaria;
- 2) la composizione degli organi amministrativi.

3.6.1 Definizione di impresa familiare: la struttura proprietaria

Relativamente al primo punto, sono considerate familiari le imprese il cui principale azionista “ultimo” (cioè in cima ad un’eventuale catena di controllo) è rappresentato da una pluralità di soggetti legati da rapporti di parentela che, complessivamente, detengono almeno il 30% del capitale votante della società. A questa prima condizione ne è stata aggiunta una ulteriore, che deve essere soddisfatta successivamente, e che prevede che la quota del principale azionista deve essere almeno doppia rispetto a quella del secondo maggiore azionista.

L’impiego della soglia del 30% è associato all’obbligo legislativo connesso al lancio di OPA totalitaria per qualsiasi soggetto che, per effetto di acquisti a titolo oneroso di azioni, raggiunge tale limite, elemento che ci segnala il parere del legislatore circa la quota di capitale ritenuta sufficiente per l’esercizio del controllo, parere condiviso da chi scrive. La seconda condizione è stata posta per cercare di ridurre al minimo il possibile emergere di situazioni di incertezza nell’esercizio del controllo, specie nell’ipotesi in cui due o più azionisti detengono quote rilevanti (ad esempio, difficile poter attribuire il controllo ad un soggetto che possiede il 40% del capitale della società, se è presente un secondo azionista, non legato al primo da alcun rapporto di natura familiare o contrattuale, che possiede una quota del 35%).

Nel definire l’impresa familiare sotto il profilo della proprietà, è emerso un elemento di discrezionalità che non sempre riceve lo stesso trattamento: come qualificare le imprese controllate da una singola persona fisica, senza che vi siano altri familiari detenenti quote del capitale sociale?

La situazione, normalmente ma non necessariamente, viene risolta riconoscendo l’attributo di impresa a proprietà familiare anche a quelle controllate da una singola persona fisica (si vedano, ad esempio, gli studi di BC e M). Questa impostazione è da ritenere condivisibile. Basti solo pensare che la costituzione di un’impresa familiare, spesso, “passa” per l’iniziativa imprenditoriale di un singolo soggetto (il fondatore) che, specie nei primi anni di vita dell’impresa, ricopre una molteplicità di ruoli. Il coinvolgimento di altri soggetti ad esso legati da rapporti familiari non è un fattore scontato, specie per le imprese *founder-controlled*. D’altro canto, è anche possibile che

il controllo di un'impresa venga acquisito da una singola persona fisica per scopi puramente finanziari o, comunque, personali, senza alcuna intenzione né di coinvolgere eventuali familiari, né di tramandarla a discendenti. In questo caso, gli elementi soggettivi tipici dell'impresa familiare (condivisone/trasmissione di valori e principi personali e imprenditoriali) vengono meno, snaturando le caratteristiche peculiari di questa forma di *governance*, rendendo, perciò, difficoltosa una sua qualificazione nell'ambito del business familiare. Nel presente lavoro, non avendo la possibilità di riconoscere la presenza o meno degli elementi soggettivi tipici dell'impresa familiare, l'impresa controllata da una singola persona fisica è stata qualificata come familiare a condizione che almeno un congiunto del soggetto controllante sia presente nel CdA.

Complessivamente, con riferimento alla struttura proprietaria, è stata definita una variabile dummy (FAM_OWN) che assume valore 1 nei seguenti casi:

- a. il principale azionista "ultimo", identificato come descritto in precedenza, è una famiglia (pluralità di soggetti legati da rapporti di parentela). In questo caso, nel calcolo della quota proprietaria necessaria a definire il controllo, le quote di capitale detenute dai membri della famiglia vengono sommate, cioè considerando la famiglia come un unico azionista;
- b. il principale azionista "ultimo" è una singola persona fisica (non c'è alcun parente che detiene quote di capitale) e almeno un familiare del controllante è presente nel CdA.

Le informazioni sulle quote di capitale detenute dai familiari sono state tratte dal sito internet della CONSOB, per gli azionisti con quote superiori al 2%, e, essendo non di rado presenti nell'azionariato familiari con quote inferiori al 2%, si è cercato di identificarli, sia sulla base delle quote di partecipazione dichiarate dai partecipanti in occasione dell'assemblea annuale di approvazione del bilancio e presenti nel verbale dell'assemblea, che sulla base delle informazioni presenti nella relazione sulla gestione con riferimento alle partecipazioni detenute da amministratori e direttori generali.

Qualora la famiglia, come spesso accade, non sia l'azionista diretto, la verifica circa l'identità dell'azionista "ultimo" è stata condotta utilizzando la base dati R&S di Mediobanca, riportante l'identità e la quota proprietaria detenuta dal/i soggetto/i cui fanno capo le *sub-holding* che controllano la società quotata. Nei casi in cui l'informazione contenuta in R&S sia parziale, non consentendo la corretta identificazione del controllante e/o della quota di capitale detenuta, l'informazione è stata integrata facendo ricorso ai report della camera di commercio riportanti gli assetti della compagine sociale delle imprese aventi dati mancanti.

L'appartenenza al gruppo familiare è stata identificata dal cognome e, in caso di "discontinuità" dello stesso (ad esempio, in caso di matrimonio ed eredi femmine), si è cercato, tramite *Google* e utilizzando la base dati *Lexis-Nexis* per la consultazione dello storico dei principali quotidiani economici ("Il Sole 24 Ore", "The Economist", "The Times") e non ("La Stampa"), di verificare l'appartenenza o meno del cognome al gruppo familiare d'origine. Il problema si è posto in un numero limitato di casi dove, tra gli azionisti, erano presenti anche mariti o mogli, oppure eredi che avevano acquisito il cognome di un altro ceppo familiare.

3.6.2 Definizione di impresa familiare: la composizione degli organi amministrativi

Relativamente al secondo aspetto qualificante l'impresa familiare, vale a dire il suo coinvolgimento, a vario titolo, nella gestione, è stato preso in considerazione il fatto che l'intensità con cui si può manifestare il carattere "*family*" del business può assumere un connotato differente, maggiormente improntato alla sovrapposizione/commistione famiglia-impresa, qualora uno o più membri della famiglia controllante siano presenti nel CdA o, ancora in maniera più diretta, siano i massimi responsabili della gestione, ricoprendo la carica di amministratore delegato.

In questo caso, sono state introdotte due ulteriori variabili indipendenti, definite come segue:

- 1) una variabile dummy che assume valore 1 se almeno un membro della famiglia controllante è presente nel CdA senza ruoli esecutivi, 0 altrimenti (FAM_CdA);
- 2) una variabile dummy che assume valore 1 se almeno un membro della famiglia controllante ricopre la carica di CEO oppure quella di presidente o vice-presidente, a condizione che, negli ultimi due casi (presidente e vice-presidente), il soggetto disponga di deleghe gestionali (FAM_AD).

Nella prima configurazione della variabile, l'intento è quello di valutare l'effetto della presenza della famiglia nel CdA, come soggetto che monitora la gestione e gli organi delegati senza, tuttavia, entrare in maniera diretta nell'assunzione delle decisioni inerenti l'attività operativa dell'impresa. In questo caso, la presenza della famiglia dovrebbe essere percepita dal mercato in maniera più propriamente positiva, alla luce del ruolo di monitoraggio ad essa attribuibile che dovrebbe contenere la valutazione negativa, inizialmente ipotizzata, relativa ai maggiori costi di agenzia connessi con la presenza della famiglia nell'impresa.

Nella seconda configurazione, si vuole valutare in che misura la presenza di un familiare direttamente coinvolto nella gestione possa contribuire, positivamente o negativamente, alla gestione e, nello specifico, il modo in cui il mercato "percepisce" l'attribuzione della carica al familiare. In tal caso, l'ipotesi che viene fatta, partendo dal presupposto che la presenza della famiglia nella proprietà possa essere valutata negativamente, è che la presenza di un CEO familiare possa inasprire i costi di agenzia "via" *entrenchment effect*.

La Tabella 9 mette chiaramente in evidenza che la stragrande maggioranza delle imprese familiari (81,48%) vede coinvolti membri della famiglia nelle cariche esecutive, segnale che, spesso, il controllo dal punto di vista della proprietà è reso più "forte" dal coinvolgimento diretto nella gestione. A questo livello dell'analisi sarebbe stato interessante verificare la distribuzione generazionale (fondatore, eredi di prima

generazione, di seconda e così via) dei CEO familiari. Nel presente lavoro non si disponevano delle informazioni sufficienti per condurre un simile approfondimento, che viene lasciato a future estensioni dello studio. La presenza di familiari nel CdA senza cariche esecutive (15,06%), pur caratterizzata da una quota ridotta se confrontata col numero di imprese che hanno un CEO familiare, mette comunque in evidenza l'esigenza della famiglia di presidiare, anche con un semplice ruolo di supervisione, la gestione aziendale. Complessivamente, solo nel 3,46% dei casi osservati, la famiglia non è presente nel CdA. Il risultato è evidenza di un forte coinvolgimento (a vari livelli: esecutivo o non esecutivo) della famiglia controllante nell'impresa che, o come semplice soggetto monitorante o come soggetto direttamente responsabile della gestione, deve "custodire" il suo *asset* principale. Si tratta ora di vedere come il mercato percepisce i diversi livelli di coinvolgimento, relativamente ai quali si è discusso poco sopra.

Le informazioni relative alla composizione degli organi amministrativi sono state prelevate presso il sito internet della CONSOB e, per finalità di verifica, presso la base dati Calepino dell'Azionista di Mediobanca. Le informazioni sull'appartenenza alla famiglia sono state ricavate come descritto nel paragrafo precedente.

3.7 Le variabili di controllo: definizione e misura

Come già evidenziato in precedenza, nella parte dedicata alla *review* empirica (paragrafo 2.5.4), l'utilizzo delle variabili di controllo è finalizzato a limitare il rischio di ottenere stime distorte, causa omissione di variabili che, pur non essendo di diretto interesse nello studio, si ritiene possano essere, o per ragioni economiche o per ragionevolezza, legate alla variabile dipendente.

Nella selezione delle variabili di controllo da utilizzare, si è deciso di adottare un approccio che le potesse ricondurre in due macro-categorie:

- 1) variabili connesse con le caratteristiche economico-finanziarie dell'impresa;
- 2) variabili di struttura proprietaria e *governance*.

Questa classificazione è riconducibile al fatto che le possibili determinanti del rapporto MTBV sono da ricondurre sia ad elementi di carattere economico-finanziario (si veda, ad esempio, Massari, 1998), quanto ad elementi inerenti la “qualità” della struttura proprietaria e di *governance* dell'impresa (in questo contesto rientrano tutti gli studi che analizzano i costi di agenzia, a partire dal lavoro seminale di Jensen, Meckling, 1976).

3.7.1 Variabili di natura economico-finanziaria e aziendale

Relativamente alle prime, si tratta di identificare le grandezze che potrebbero avere degli effetti sul MTBV. Nello specifico, il rapporto MTBV può essere sviluppato in maniera analitica, estrapolando le variabili che ne determinano il valore.

Posto che, per un'impresa in una situazione di *steady state*, vale la seguente relazione:

$$P_0 = \frac{EPS_1}{K} \quad (1)$$

Dove:

P_0 ; EPS_1 ; K rappresentano, rispettivamente, il prezzo di un'azione al tempo 0, l'utile per azione atteso al tempo 1 e il costo opportunità del capitale.

Possiamo ricavare il rapporto MTBV in funzione della (1), dividendo primo e secondo membro per BV (cioè il valore contabile del capitale netto) ed esprimendo l'utile come prodotto tra ROE e BV:

$$MTBV = \frac{ROE * BV}{K * BV} \Rightarrow \frac{ROE}{K} \quad (2)$$

Questa semplice relazione ci dice che il rapporto MTBV è funzione diretta della redditività del capitale netto ed inversa del costo del capitale.

Ipotizzando, ora, più realisticamente, un'impresa che reinveste una parte dei suoi utili pari a $(1-payout)$ e i cui dividendi (DIV) crescono ad un tasso costante pari a g ($g=ROE*$ tasso di reinvestimento degli utili), possiamo esprimere il prezzo dell'azione come segue:

$$P_0 = \frac{DIV_1}{k - g} \quad (3)$$

Esprimendo:

$$DIV_1 = EPS_1 * payout$$

$$EPS_1 = ROE * BV$$

e dividendo primo e secondo membro della (3) per BV, otteniamo il MTBV:

$$MTBV = \frac{ROE * payout}{k - g} \quad (4)$$

La (4) ci dice che MTBV è legato positivamente con il ROE, con g e con il *payout*, e negativamente con k . Ora, poiché g è, a sua volta, funzione diretta di ROE ed inversa di *payout*, incrementi del ROE impattano positivamente sul MTBV sia direttamente sia attraverso l'effetto che esso esercita sul tasso di crescita g . Al contrario, l'aumento del *payout* provoca due effetti di segno opposto: l'effetto diretto, positivo, sul MTBV e

quello indiretto, negativo, in quanto, a parità di ROE, un aumento del *payout* comporta una riduzione di *g*.

La prevalenza dell'uno o dell'altro dipende dai valori assunti da *k* e da ROE: se $ROE > k$, un aumento del *payout* riduce MTBV (in pratica, è come se l'impresa stesse distogliendo risorse dalla realizzazione di investimenti a VAN positivo); se $ROE < k$, un aumento del *payout* aumenta MTBV (in questo caso, l'impresa sta distogliendo risorse da investimenti a VAN negativo, cosa che determina un effetto positivo sul prezzo).

Sulla base delle precedenti argomentazioni, sono state adottate le seguenti variabili di controllo:

- 1) ROA, definito come rapporto tra il reddito operativo e il totale attivo. Entrambi i valori sono stati prelevati dalla base dati Calepino dell'Azionista di Mediobanca. In un modello di regressione alternativo, è stato impiegato il ROE, definito come rapporto tra reddito netto e capitale netto. Il ROE è stato tratto direttamente dalla base dati Datastream. Entrambi gli indicatori vengono usati come *proxy* della redditività dell'impresa e, relativamente ad essi, ci si attende un legame positivo e significativo col MTBV.
- 2) Beta *levered* (BETA_L), prelevato da Datastream, impiegato come *proxy* del rischio sistematico sopportato dagli azionisti. Rispetto ad esso, dovremmo rilevare un legame negativo col MTBV: il beta levered, infatti, è usato nel CAPM per la stima del costo del capitale (*k*). Questo valore è stato calcolato regredendo i rendimenti mensili di ciascun titolo incluso nel campione, rispetto ai rendimenti mensili dell'indice usato come *proxy* del portafoglio di mercato (è stato impiegato il MIBTEL), su un arco temporale di 5 anni (60 mesi).
- 3) Volatilità delle azioni (VOL), usata come *proxy* del rischio complessivo (sistematico + specifico) dei singoli titoli. E' stata calcolata come deviazione standard, su base annuale, dei rendimenti mensili calcolati su un arco temporale

di 5 anni (60 mesi). In questo caso, non necessariamente un'elevata volatilità implica un altrettanto elevato valore del beta e, quindi, un basso valore di MTBV, poiché il beta coglie solamente una parte del rischio complessivo. Un'elevata volatilità potrebbe anche implicare elevate opportunità di crescita future, elevate attività immateriali e, quindi, un maggior valore di MTBV.

Oltre a quelle già descritte, sono state utilizzate ulteriori variabili di controllo che, tipicamente, vengono incluse dagli studi del filone come possibili determinanti il MTBV:

- 4) Grado di *leverage* (BOR_RAT), calcolato da Datastream come rapporto tra debiti finanziari e capitale netto. Questa grandezza è usata come *proxy* della struttura finanziaria dell'impresa. Le diverse teorie sulla struttura finanziaria "predicono" un legame con il MTBV non unidirezionale: la teoria del *trade-off*, per bassi livelli di debito, ritiene che vi possa essere un legame positivo (benefici fiscali), per alti rapporti di indebitamento un legame negativo (presenza di probabilità e costi di dissesto/fallimento); analogo approccio vale per la teoria dell'agenzia; per la POH, si può ritenere che vi sia un legame positivo o inesistente: l'emissione di debito viene privilegiata all'emissione di azioni, in caso di incapacità dei fondi interni di soddisfare il fabbisogno finanziario derivante dagli investimenti, per evitare fenomeni di selezione avversa, connessi con l'emissione azionaria, che potrebbero provocare riduzioni di prezzo delle azioni.
- 5) Dimensione dell'impresa (SIZE), misurata come logaritmo naturale del totale attivo (fonte: Calepino dell'Azionista). Questa variabile viene inserita per cercare di controllare l'eventuale presenza di un *size effect* (impatto della dimensione dell'impresa sulla performance). Come già argomentato nel capitolo precedente, relativamente all'uso della variabile dimensionale negli studi

empirici analizzati, per questa variabile le evidenze, spesso, sono statisticamente significative ma di segno discorde, cioè non sembra esserci una evidenza univoca circa il ruolo “giocato” dalla dimensione nel determinare la performance.

- 6) Età dell’impresa (ETA), definita come logaritmo naturale del numero di anni dell’impresa dalla sua fondazione (fonte: Calepino dell’Azionista). Per questa variabile è atteso un coefficiente negativo e significativo: al crescere dell’età, l’impresa tende a raggiungere una posizione di maturità e stabilità nel business in cui opera, elemento che potrebbe provocare una riduzione delle opportunità di crescita e, quindi, del MTBV.

3.7.2 Variabili di struttura proprietaria e di *governance*

Con riferimento al secondo gruppo di variabili di controllo, si è cercato di identificare quelle che potessero riflettere la presenza/assenza di costi di agenzia e, per tale via, impattare sul MTBV.

Sotto questo profilo, è stata attribuita particolare rilevanza, alla luce del contesto dell’indagine, cioè imprese italiane caratterizzate da forte concentrazione proprietaria e separazione tra proprietà e controllo, a tutti quei fattori che potrebbero contribuire ad inasprire i conflitti di interesse tra azionisti di maggioranza e di minoranza.

Le variabili utilizzate sono le seguenti:

- 7) Rapporto tra VR (*voting rights*) e CFR (*cash flow rights*), facenti capo all’azionista “ultimo” (VR/CFR), cioè che si trova al vertice di un’eventuale catena di controllo. Questa variabile è la “classica” misura del grado di separazione tra proprietà e controllo: maggiore è questo rapporto maggiore è la

separazione e maggiori dovrebbero essere, almeno in via potenziale, i costi di agenzia, la cui presenza si dovrebbe riflettere negativamente sul MTBV.

Nei gruppi piramidali, ai fini del calcolo dei VR e dei CFR, la soglia minima per definire il controllo, cioè la quota di capitale minima che deve essere detenuta in ogni “anello” per poter definire una catena di controllo societaria, è stata fissata al 20% (si veda Faccio, Lang, 2002). Se, risalendo dal basso verso l’alto della catena, si rileva una società in cui nessun azionista possiede più del 20% del capitale, la società viene considerata *widely-held* (cioè non controllata) e, nel calcolo di VR e CFR, ci si ferma a questo livello della piramide.

Tecnicamente, per il calcolo dei VR si identifica il legame partecipativo più debole della catena di controllo (l’ipotesi è che, in un’eventuale scalata, sia questo *link* quello più facilmente attaccabile).

Per il calcolo dei CFR, è stato utilizzando l’approccio di Brioschi *et al.* (1990), basato sulla matrice dei possessi azionari che implica la soluzione di un sistema di equazioni lineari e che permette di considerare l’effetto esercitato da azioni proprie, partecipazioni reciproche e incrociate. Un esempio per chiarire entrambi i calcoli.

Consideriamo il gruppo controllato dalla famiglia Pesenti al 31/12/2004, schematizzato nella Figura 1. La linea tratteggiata che lega Efiparind BV ad Italmobiliare spa indica che il controllo è esercitato indirettamente (infatti, Efiparind BV controlla al 100% Efiparind BV & C. IE SCPA, insieme controllano in maniera totalitaria Privital spa, Cemital spa e Finanziaria Aureliana spa che, complessivamente, controllano in maniera diretta Italmobiliare. Italmobiliare controlla direttamente, al 100%, Intermobiliare spa che detiene lo 0,231% del capitale votante di Italcementi. Perciò, complessivamente, Italmobiliare controlla direttamente il 58,273% del capitale votante di Italcementi e, tramite Intermobiliare, lo 0,231%. Queste società sono state omesse dalla rappresentazione in quanto controllate in maniera totalitaria e, quindi, la loro presenza non esercita effetti diluitivi sui CFR).

Al 31/12/2004, Italmobiliare aveva un capitale sociale così composto:

Nr. azioni totali: 38.525.745 di cui:
ordinarie: 22.182.583 (57,58%)
risparmio: 16.343.162 (42,42%)

Per Italcementi la situazione era la seguente:

Nr. azioni totali: 282.548.942 di cui:
ordinarie: 177.117.564 (62,69%)
risparmio: 105.431.378 (37,31%)

La presenza di azioni proprie innalza la quota di capitale votante detenuta da Efiparind in Italmobiliare dal 46,008% al 47,932% [$46,008\% / (1 - 4,014\%)$]. Analogo calcolo vale per Italcementi: la presenza di azioni proprie innalza la quota di VR dal 58,504% al 59,406% [$58,504\% / (1 - 1,519\%)$]. La famiglia Pesenti possedeva, direttamente, lo 0,110% del capitale ordinario di Italmobiliare che, per effetto delle azioni proprie, aumenta a 0,115% e una quota trascurabile (non considerata essendo irrilevante ai fini dei calcoli) in Italcementi.

Abbiamo tutto per calcolare i VR di Italmobiliare e Italcementi. Per Italmobiliare, i VR saranno pari a $47,932\% + 0,115\%$ (la quota controllata direttamente dalla famiglia) = 48,047%. Per Italcementi, essendo controllata indirettamente, dobbiamo identificare il *weakest-link*, cioè l'anello debole della catena di controllo. Esso è dato da $\text{MIN}(59,406\%; 48,047\%) = 48,047\%$.

Passiamo, ora, al calcolo dei CFR. Qui dobbiamo considerare l'effettiva quota di flussi di cassa percepita dalla famiglia e, perciò, non solamente il capitale votante. Non disponendo di informazioni sulla quota di azioni di risparmio posseduta da Efiparind in Italmobiliare e di Italmobiliare in Italcementi (normalmente sono valori trascurabili), ipotizziamo che sia pari a 0%. Dato che

Efiparind controlla il 46,008% del capitale votante, in presenza di azioni di risparmio, la quota, sul capitale complessivo, si riduce al 26,491%. Tuttavia, ci sono anche azioni proprie che, sul capitale complessivo, ammontano al 2,311%. La presenza di azioni proprie incrementa la quota di capitale complessivo posseduta da Efiparind al 27,118%. La quota di capitale detenuta complessivamente dalla famiglia in Italmobiliare si riduce ad un valore prossimo allo 0 e, per questo motivo, è stata trascurata. Analogo procedimento si applica ad Italcementi: Italmobiliare possiede il 58,504% di Italcementi che, in presenza di azioni di risparmio, si riduce al 36,674%. La presenza di azioni proprie incrementa questo valore, portandolo al 37,027%.

Ora possiamo calcolare i CFR della famiglia Pesenti in Italmobiliare e Italcementi. Per Italmobiliare, poiché la famiglia possiede il 100% di Efiparind, i CFR saranno pari al 27,118%. Per Italcementi, i CFR saranno pari al 10,041% ($27,118\% * 37,027\%$).

Lo stesso risultato, per il calcolo dei CFR, lo avremmo potuto ottenere applicando il metodo che usa la matrice dei possessi azionari. Si cerca di descriverlo in sintesi.

Ponendo:

Y_I, Y_J : quota di “possesso integrato” (cioè i CFR) di un azionista esterno, rispettivamente, nell’impresa I e nell’impresa J ;

X_I : quota di possesso diretto del medesimo azionista esterno nell’impresa I ;

$a_{J,I}$: quota di capitale posseduta direttamente dall’impresa J nell’impresa I .

La quota di possesso integrato nell’impresa I si ottiene dalla seguente espressione:

$$Y_I = \sum_J a_{J,I} * Y_J + X_I \quad (5)$$

la quale può essere riscritta in forma matriciale:

$$Y = A'Y + X \quad (6)$$

A titolo esemplificativo applichiamo la (6) all'esempio precedente.

Innanzitutto, costruiamo la matrice A' , denominando: Efiparind BV (1), Italmobiliare spa (2) e Italcementi spa (3):

$$A' = \begin{matrix} a_{1,1} & a_{1,2} & a_{1,3} & 0 & 0,26491 & 0 \\ a_{2,1} & a_{2,2} & a_{2,3} & 0 & 0,02311 & 0,36674 \\ a_{3,1} & a_{3,2} & a_{3,3} & 0 & 0 & 0,00952 \end{matrix} =$$

A questo punto, non bisognerà fare altro che risolvere un sistema di tre equazioni in tre incognite definito come segue:

$$\begin{cases} Y_1 = 1 \\ Y_2 = 0,26491Y_1 + 0,02311Y_2 + 0 \\ Y_3 = 0,36674Y_2 + 0,00952Y_3 + 0 \end{cases}$$

Otteniamo gli stessi valori calcolati in precedenza, cioè: $Y_2 = 0,27118$ e $Y_3 = 0,10041$.

Questo metodo è generalizzato e può essere applicato a qualsiasi struttura di gruppo.

Ritornando alla definizione della variabile, nell'esempio fatto, VR/CFR, per Italmobiliare, è pari a $48,047\% / 27,118\% = 1,772$; per Italcementi: $48,047\% / 10,041\% = 4,785$.

Come variabile alternativa è stata usata anche la differenza tra VR e CFR (VR_CFR). Questa seconda misura, tuttavia, non coglie in pieno l'effettiva separazione tra proprietà e controllo in quanto è influenzata dall'unità di grandezza: ad esempio, se i VR sono pari al 40% e i CFR sono pari al 20%, la differenza è pari al 20% e il rapporto è pari a 2; se i VR sono pari all'80% e i CFR sono pari al 60%, la differenza è sempre del 20% ma il rapporto è pari a 1,333, inferiore a 2. Infatti, in questo secondo caso, la separazione è inferiore, elemento che la differenza tra VR e CFR non coglie. La seconda metodologia tenderà a sovrastimare l'effettiva separazione quanto maggiore è l'unità di grandezza dei VR e dei CFR.

VR e CFR sono stati calcolati sulla base di informazioni tratte dal sito internet della CONSOB (per l'identificazione degli azionisti con quote superiori al 2%), da R&S-Mediobanca (per la ricostruzione dei diversi anelli che formano i gruppi piramidali) e usando i report delle camere di commercio per identificare gli assetti proprietari di alcune *holding* e *sub-holding* non quotate sulle quali non si avevano informazioni in R&S.

- 8) Come variabile *proxy* dell'effetto incentivo, che dovrebbe contribuire ad allineare gli interessi degli azionisti maggioritari con quelli degli azionisti minoritari, sono stati impiegati i CFR, definiti e calcolati come descritto al punto 7. In questo caso, l'assunto è che, al crescere dei CFR, aumenta il coinvolgimento economico-finanziario del controllante nell'impresa, cosa che dovrebbe migliorare il *matching* tra gli interessi delle due categorie di azionisti, riducendo, per tale via, i costi di agenzia, con effetti positivi sul MTBV.
- 9) Intensità dei rapporti infragruppo (INFRA_IN), misurati come segue: (crediti commerciali e finanziari verso controllate, controllanti e collegate + debiti

commerciali e finanziari verso controllate, controllanti e collegate) / totale attivo. L'ipotesi sottostante l'uso di questa variabile è che un'elevata intensità dei rapporti infragruppo potrebbe essere un segnale circa la realizzazione di operazioni con finalità di trasferimento di ricchezza da una società del gruppo (o di gruppi "amici") ad un'altra e, quindi, aventi contenuto espropriativo. Le grandezze necessarie al calcolo sono state prelevate dai bilanci individuali delle singole società quotate reperiti presso i siti internet delle società medesime o presso il sito di Borsa Italiana.

10) Una variabile (HOLD_OPER) che segnala la posizione della società all'interno della catena di controllo. In questo caso sono state distinte tra diverse situazioni, a seconda che la società sia una *holding* pura, nel qual caso la variabile assume valore 1; una *holding* operativa, la variabile assume valore 2; una società operativa, la variabile assume valore 3. La ripartizione è stata condotta sulla base dei seguenti criteri:

- a) *holding* pura (1): oltre il 50% dell'attivo è formato da partecipazioni in controllate e/o i ricavi da partecipazioni eccedono quelli di vendita;
- b) *holding* operativa (2): le partecipazioni in controllate si collocano tra il 50% e il 15% dell'attivo e/o i ricavi di vendita eccedono quelli da partecipazione;
- c) società operativa (3): le partecipazioni in controllate sono inferiori al 15% dell'attivo e/o i ricavi da partecipazioni sono assenti.

L'uso della variabile è ispirato al fenomeno del "tunnelling" (Johnson *et al.*, 2000), cioè il trasferimento di ricchezza al di fuori dell'impresa, a beneficio dell'azionista di controllo. Nello specifico, si può ipotizzare che le società che stanno "a valle" della catena, cioè distanti dall'azionista di controllo e, quindi, sulle quali i CFR sono più bassi, siano maggiormente esposte a fenomeni di espropriazione sottoforma di operazioni finalizzate ad incanalare risorse verso le

società “a monte”, cioè vicine all’azionista di controllo e, quindi, sulle quali i CFR sono più elevati. Sulla base di ciò, sono le società operative quelle che, sotto questo profilo, dovrebbero subire le maggiori penalizzazioni e, perciò, avere il MTBV più basso. Le informazioni necessarie a ricondurre la società in una delle tre categorie sono state prelevate dai bilanci individuali delle singole società quotate.

3.8 Metodologia statistica impiegata ed impostazione del modello

Sotto un profilo statistico, l’analisi è stata condotta utilizzando il modello di regressione OLS con *industry fixed effects*, rilevati attraverso 23 variabili dummy, una per ciascuno dei settori industriali precedentemente esposti.

L’obiettivo connesso con l’uso degli effetti fissi a livello di settore industriale è quello di cercare di trattare l’eventuale presenza di elementi di eterogeneità *cross-section*, cioè tra i settori industriali, ma *time-invariant*, cioè costanti nel tempo, connessi con il settore industriale di appartenenza dell’impresa e che non possono essere direttamente osservati perché ignoti o non misurabili a livello quantitativo. In altri termini, è una tecnica per cercare di “neutralizzare” la presenza di fattori, relativi al settore industriale, che possono impattare sulla performance aziendale ma che non possono essere misurati direttamente, tramite l’inserimento di esplicite variabili indipendenti. A seguire verrà esposta una sintetica descrizione analitica del modello ad effetti fissi, i cui concetti di fondo sono applicabili anche quando gli effetti fissi non vengono misurati a livello di singola *cross-section*, bensì di singolo settore industriale (sottocampione).

Sia dato il seguente modello di regressione con una singola variabile indipendente:

$$y_{i,t} = \beta_1 x_{i,t} + a_i + u_{i,t} \quad (7)$$

dove: a_i cattura l'insieme di fattori *time-constant* che influenzano $y_{i,t}$. Si fa notare che a_i non ha il pedice t , proprio per evidenziare che essa non cambia nel corso del tempo. a_i è comunemente conosciuto come *fixed effect* o *unobserved effect* ed esprime l'eterogeneità non osservata tra individui, città, imprese ecc. dovuta ad elementi non osservabili o sconosciuti (ad esempio, le abilità manageriali di un individuo); $u_{i,t}$ rappresenta l'errore idiosincratico, noto anche come *time-varying error*. Esso riflette il complesso di fattori, non osservati, che cambiano nel corso del tempo e che influenzano $y_{i,t}$. Le altre grandezze della (7) sono ben note. Il modello (7) è noto come modello degli effetti fissi (*fixed effects model*).

E' noto che, in un modello OLS, l'ottenimento di stimatori BLUE (*best linear unbiased estimator*) è subordinato alla contemporanea soddisfazione delle assunzioni di Gauss-Markov [condizioni dalla (a) alla (f)]:

- a) linearità del modello rispetto ai parametri;
- b) casualità del campione delle osservazioni;
- c) assenza di perfetta collinearità tra le variabili indipendenti;
- d) esogenità delle variabili indipendenti: $E(u_{i,t} | \mathbf{X}_i, a_i) = 0$;
- e) assenza di correlazione seriale tra gli errori idiosincratici:
 $Corr(u_{i,t}, u_{i,s} | \mathbf{X}_i, a_i) = 0$ per ogni $t \neq s$;
- f) omoschedasticità: $Var(u_{i,t} | \mathbf{X}_i, a_i) = Var(u_{i,t}) = \sigma_u^2$, per ogni $t = 1, 2, \dots, T$;
- g) $u_{i,t}$, condizionatamente a \mathbf{X}_i e a_i , sono indipendenti e identicamente distribuiti come una normale $(0, \sigma_u^2)$.

Il modello ad effetti fissi conserva integralmente le assunzioni da (a) a (g), tuttavia, rispetto ad altri modelli per dati panel (*random effects*), “rilassa” un’importante condizione che, invece, è necessaria:

- h) il valore atteso di a_i , date le variabili indipendenti, è costante: $E(a_i | \mathbf{X}_i) = \beta_0$,
cioè: $Cov(\mathbf{X}_{i,t}, a_i) = 0$.

Nel modello ad effetti fissi, si dimostra che il soddisfacimento della condizione (h) non è necessario. In altri termini, se è lecito ritenere che le variabili indipendenti siano correlate con a_i , il modello ad effetti fissi permette l’esistenza di questa correlazione rimanendo BLUE.

Infatti:

calcolando, per ogni i (*cross-section*), la media *time-series* della (7), otteniamo:

$$\bar{y}_i = \beta_1 \bar{X}_i + a_i + \bar{u}_i \quad (8)$$

dove: $\bar{y}_i = \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T y_{i,t}$. Ora, poiché a_i è *time-invariant*, esso compare sia nella (7) che

nella (8). Sottraendo la (8) dalla (7), avremo:

$$y_{i,t} - \bar{y}_i = \beta_1 (X_{i,t} - \bar{X}_i) + (u_{i,t} - \bar{u}_i) \text{ in forma sintetica } \ddot{y}_{i,t} = \beta_1 \ddot{X}_{i,t} + \ddot{u}_{i,t} \quad (10)$$

La trasformazione effettuata con l’espressione (10) è nota come trasformazione *within*. La caratteristica fondamentale di questa espressione è che il termine a_i è stato rimosso.

La (10) può essere stimata mediante una regressione OLS, ottenendo lo stimatore noto come stimatore degli effetti fissi o stimatore *within*.

Data la trasformata (10), lo stimatore *within* considera solamente le variazioni *time-series* di y e X , per ciascuna *cross-section*. Da ciò ne consegue che, in un modello ad effetti fissi, non è possibile introdurre variabili indipendenti *time-constant* per tutte le *cross-section*, in quanto, la trasformazione (10) le eliminerebbe dal modello “per differenza”.

Un modo “alternativo” di vedere il modello ad effetti fissi è quello di assumere che il fattore non osservato a_i sia un parametro da stimare, per ciascuna *cross-section*. Infatti, si fa notare che i modelli da (7) a (10) non hanno l’intercetta: essa viene “eliminata” dalla trasformazione *within*. Sulla base di ciò, nella (10), a_i può essere vista come l’intercetta per la persona i , l’impresa i e così via, da stimare insieme a β . Si dimostra (Baltagi, 1995; Wooldridge, 2002 e 2006) che, introducendo tante variabili dummy quante sono le *cross-section*, si riesce a stimare un’intercetta per ciascuna *cross-section*; lo stimatore ottenuto (cosiddetto stimatore delle variabili dummy) fornisce la stessa stima di β , ottenuta realizzando un OLS della (10), nonché il medesimo errore standard. Inoltre, calcola in maniera corretta il numero di gradi di libertà.

Quanto detto sul modello ad effetti fissi è applicabile anche se la *cross-section* è rappresentata non da una singola impresa, persona, città ecc., ma da un settore industriale, da un paese ecc., cioè da un sottogruppo delle singole *cross-section*. In questo caso, la stima di β non può essere realizzata direttamente utilizzando il comando per il calcolo dello stimatore degli effetti fissi presente in molti pacchetti software econometrici (STATA, SAS, Gretl ecc.), in quanto, lo stimatore degli effetti fissi viene “automaticamente” calcolato ipotizzando che la *cross-section* sia rappresentata dalle singole unità (persone, imprese ecc.). Quando la *cross-section* è rappresentata dal settore industriale, dal paese e, in generale, da un sottocampione delle singole unità, è necessario utilizzare l’approccio delle variabili dummy, introducendole

in un numero corrispondente ai sottocampioni (settori) che sono stati identificati (togliendone uno assunto come “base”), oppure bisogna “comunicare” al programma di elaborazione statistica la corretta *cross-section* da utilizzare per la stima degli effetti fissi.

Sulla base di quanto detto, il modello utilizzato nel presente studio può essere descritto come segue:

$$MTBV_{i,t} = a + b * FAMILY_{i,t} + c * CONTROL_ECON_{i,t} + d * CONTROL_GOV_{i,t} + \beta_{ID} INDUSTRY_DUMMY_{i,t} + \beta_{TD} TIME_DUMMY_{i,t}$$

Dove:

$FAMILY_{i,t}$ è la variabile indipendente di interesse che assume, di volta in volta, le configurazioni descritte in precedenza (FAM_OWN; FAM_CdA; FAM_AD).

$CONTROL_ECON_{i,t}$ è un vettore formato dalle variabili di controllo numerate da (1) a (6): ROA (ROE); BETA_L; VOL; BOR_RAT; SIZE; ETA.

$CONTROL_GOV_{i,t}$ è un vettore formato dalle variabili di controllo numerate da (7) a (10): VR/CFR; CFR; INFRA_IN; HOLD_OPER.

$INDUSTRY_DUMMY_{i,t}$ è un vettore formato da 22 (23 settori - 1) variabili dummy, una per ciascuno dei settori industriali identificati, assumendone uno come “base”.

$TIME_DUMMY_{i,t}$ è un vettore formato da 4 (5 anni - 1) variabili dummy, una per ciascun anno analizzato, assumendone uno come “base”.

3.9 Un commento ai principali risultati empirici

3.9.1 Una prima analisi delle evidenze descrittive

Poniamo l'attenzione, in prima analisi, sui risultati delle statistiche descrittive (Tabella 13) e sui diversi confronti tra imprese familiari e non familiari con riferimento alla variabile dipendente utilizzata, il MTBV (Tabelle da 10 a 12).

Sulla base di quanto è emerso, in via preliminare, dal confronto dei valori del MTBV tra imprese familiari e non familiari, possiamo trarre alcune considerazioni di interesse che saranno oggetto di approfondimento e verifica nell'analisi regressiva. La Tabella 10 mostra che, complessivamente, le imprese non familiari sembrano avere un MTBV più elevato rispetto alle imprese a controllo familiare. Questo risultato, tuttavia, si conferma statisticamente significativo solo nel caso dell'impiego del test non parametrico (test di *Kruskal-Wallis*). Il test *t-student*, infatti, non evidenzia alcuna differenza significativa tra i valori medi del MTBV delle due categorie di imprese. Da un controllo grafico circa la forma della distribuzione del MTBV, effettuato tramite un software statistico sovrapponendo una distribuzione gaussiana con quella del MTBV, risulta che essa è abbastanza dissimile rispetto alla normale. Nello specifico, gli indicatori di asimmetria e curtosi mettono in evidenza una distribuzione caratterizzata da un'asimmetria positiva (coda verso destra) e da una ipernormalità (maggiore frequenza dei valori estremi e centrali rispetto alla normale). Tutto ciò dovrebbe rendere il test non parametrico più affidabile. Infatti, utilizzando una variabile trasformata, calcolata come logaritmo naturale del MTBV, si ottiene una distribuzione prossima alla normale. Riapplicando il test parametrico a questa variabile, si ottiene un risultato analogo a quello rilevato nel test non parametrico (differenza significativamente diversa da zero): statistica $t = 2,303$, $p\text{-value} = 0,022$.

Andando ad esaminare i singoli settori, si nota che quelli in cui l'impresa non familiare sembra essere decisamente sopra-performante rispetto a quella non familiare sono: il

settore energetico, quello dei prodotti per l'edilizia e quello dei trasporti (entrambi i test forniscono risultati concordi). Nell'analisi dei singoli settori, alla luce della ridotta numerosità delle osservazioni per ciascun settore, il test non parametrico risulta maggiormente affidabile, considerando che la normalità della distribuzione, in molti casi, non viene rispettata. Viceversa, il settore editoriale sembra quello in cui l'impresa familiare realizza le migliori performance. Negli altri settori, la maggior parte, non si notano differenze significative. Complessivamente, da questa prima indagine, l'impresa familiare sembra sotto-performare quella non familiare.

Passando alla Tabella 11, vengono effettuati alcuni confronti tra impresa non familiare e impresa familiare, tenendo in considerazione il grado di coinvolgimento della famiglia nella gestione: nessun coinvolgimento (familiare no CdA); coinvolgimento nel CdA con ruoli non esecutivi (familiare CdA); coinvolgimento nella gestione con ruoli esecutivi (familiare AD); assenza di coinvolgimento con ruoli esecutivi (familiare no AD). Quest'ultimo sottogruppo è formato dall'unione di due sottogruppi: familiare CdA + familiare no CdA.

Un primo importante riscontro che sorge all'evidenza (PANEL A) è che, tra le imprese familiari, quelle che hanno un CEO familiare sembrano mostrare un MTBV significativamente più basso rispetto alle non familiari, risultato che sembra anche più robusto rispetto a quello emerso con riferimento al campione complessivo delle imprese familiari. Considerando che la maggior parte del campione delle familiari (81,48%) è formato da imprese che hanno un CEO familiare, l'evidenza sembra dire che la minore performance rilevata nel campione complessivo è da imputare, principalmente, alle familiari che hanno un CEO familiare, le quali non sembrano essere valutate positivamente del mercato, coerentemente con l'ipotesi inizialmente fatta. Concentrando in un unico sottogruppo le non familiari e le familiari che vedono almeno un membro della famiglia nel CdA senza ruoli esecutivi (PANEL C), il confronto con le familiari AD sembra essere ancor più penalizzante per quest'ultime. Infatti, la familiare CdA appare essere "simile", in termini di MTBV, rispetto alla non familiare (PANEL E), confermando il ruolo positivo che viene attribuito alla famiglia come soggetto dedito al monitoraggio della gestione. Viceversa, la totale assenza di familiari nel CdA (PANEL

F) sembra essere valutata molto negativamente dal mercato: fermo restando che la numerosità di questo campione è piuttosto ridotta (solo 14 osservazioni), elemento che potrebbe rendere poco significativi i risultati, l'assenza di familiari dal CdA sembra poter essere valutata come lo scenario peggiore. La presenza di queste imprese, insieme con quelle che hanno almeno un familiare nel CdA senza ruoli esecutivi (PANEL B e PANEL D), indebolisce l'evidenza circa la superiore performance delle non familiari e delle familiari CdA rispetto alle familiari AD che, comunque, rimane altamente significativa.

Cercando di approfondire, all'interno del campione delle sole imprese familiari, il ruolo esercitato dall'intensità e dalla diversa configurazione del coinvolgimento familiare nella gestione (Tabella 12), osserviamo che, come anticipato nella Tabella 11, le familiari CdA mostrano migliori performance rispetto alle familiari AD (PANEL A), anche se solo il test parametrico mostra risultati statisticamente significativi. Come previsto, l'assenza di familiari nel CdA mostra le performance in assoluto peggiori (PANEL B e PANEL D).

Cercando di sintetizzare quanto emerso finora relativamente a questa prima analisi sul confronto della performance tra imprese “*family*” e “*non-family*”, possiamo osservare quanto segue:

- 1) A livello di campione complessivo, le imprese familiari mostrano minori MTBV rispetto a quelle non familiari. Considerando il sottocampione più numeroso delle imprese familiari (le familiari AD), questa minor performance sembra più evidente: il mercato non sembra “percepire” positivamente la presenza di un CEO familiare, confermando l'ipotesi circa i maggiori rischi di *entrenchment* connessi con la presenza di un familiare CEO.
- 2) Al contrario, la presenza di un familiare nel CdA senza ruoli esecutivi non sembra essere valutata negativamente: l'evidenza mostra che, nella peggiore delle ipotesi, le non familiari sembrano essere riconosciute alla stregua delle

familiari CdA. Il ruolo di *monitoring* della famiglia appare avere una connotazione positiva.

- 3) La totale assenza di familiari nel CdA è negativa rispetto a qualsiasi campione di confronto: l'assenza di un qualsiasi coinvolgimento della famiglia nella gestione viene valutata nella maniera peggiore. La piccola dimensione del campione potrebbe influenzare i risultati.
- 4) Tra le familiari, possiamo identificare le familiari CdA come “*best-case scenario*” e le familiari no CdA come “*worst-case scenario*”.

Spostando, ora, l'attenzione sulle statistiche descrittive delle variabili indipendenti che verranno impiegate nell'analisi regressiva (Tabella 13), è possibile formulare alcune utili valutazioni che ci possono permettere di comprendere alcune caratteristiche delle imprese del campione, in un'ottica comparativa, familiari vs. non familiari.

Come già rilevato nella maggioranza degli studi analizzati nel Capitolo 2 dedicato alla *review* empirica, le imprese familiari sono significativamente più piccole (la media del logaritmo naturale dell'attivo delle imprese familiari è pari a 19,40, contro 20,20 delle non familiari) e più giovani delle imprese non familiari (l'età media è 47 anni per le familiari e 60 per le non familiari). Le due caratteristiche possono anche andare di pari passo: le imprese giovani, normalmente, devono ancora raggiungere significativi livelli di sviluppo in termini di attivo, dipendenti, fatturato ecc., cosa che potrebbe giustificare una loro minore dimensione.

Interessante osservare che, in termini di performance contabile operativa (ROA), emerge un risultato diverso rispetto a quello già evidenziato per il MTBV: il ROA delle imprese familiari è più elevato rispetto a quello delle non familiari, anche se, in entrambi i test statistici, la differenza è significativamente diversa da zero solo al livello del 10%. Per quanto riguarda il ROE, invece, i due gruppi di imprese non mostrano differenze significative. Questo risultato è solo preliminare ma già mette in evidenza che la performance di mercato non necessariamente “segue” quella contabile: la prima

riflette elementi che la seconda non necessariamente riesce a misurare, ma anche il fatto che il mercato potrebbe essere indotto a sovrastimare i rischi connessi con la presenza di costi di agenzia, rischi che, invece, non è detto si debbano riflettere in una peggiore performance contabile.

Quanto detto sulla possibile non corretta percezione circa la rilevanza e l'intensità dei costi di agenzia nelle imprese familiari, potrebbe trovare un suo riscontro nel fatto che le variabili segnaletiche il grado di separazione tra proprietà e controllo (VR/CFR e VR-CFR) non mostrano alcuna differenza significativa tra imprese familiari e non familiari: in pratica, le imprese familiari, come ci si poteva attendere in prima battuta sulla base dell'esigenza della famiglia di mantenere il controllo e, contestualmente, non ostacolare la crescita dell'impresa, non sembrano "separare" di più rispetto a quelle non familiari (la media del rapporto tra VR e CFR è 1,36 per entrambe le categorie di imprese⁵).

Se è vero che l'esigenza di mantenere il controllo non sembra aver determinato un uso più spinto della leva azionaria per le imprese familiari, bisogna anche osservare che uno strumento alternativo di finanziamento che, entro certi limiti di utilizzo, consente di evitare la diluizione del controllo, è il debito. Come si può notare dai risultati emersi, le imprese familiari sono più indebitate di quelle non familiari (la differenza è statisticamente significativa al livello del 5% solo nel test non parametrico). Questo risultato fa il paio con l'esigenza di mantenere il controllo, garantire lo sviluppo dell'impresa e, nel contempo, limitare la crescita di "marchingegni" che creano una dissociazione tra risorse impiegate (poche) e volume di attività controllate (elevato).

Interessante notare che, nonostante le imprese familiari sembrano essere più indebitate, il maggior rischio finanziario non si riflette in un maggior rischio complessivo (finanziario + operativo): infatti, sia la volatilità che il beta *levered* sono simili tra i due gruppi di imprese (anzi, il beta *levered*, nel test di *Kruskal-Wallis*, è significativamente più alto nelle imprese non familiari, anche se l'evidenza è debole). La risposta a questa

⁵ Si segnala che, nel calcolo delle variabili VR/CFR e VR-CFR per le imprese non familiari, sono state eliminate le rilevazioni facenti riferimento ai gruppi Telecom Italia, TIM e Seat Pagine Gialle, negli anni 2000, 2001 e 2002, in quanto, per effetto della cosiddetta "madre di tutte le OPA" lanciata dalla cordata di imprenditori guidata da Roberto Colaninno su Telecom Italia, si era creato uno straordinario livello di "wedge" che forniva valori anomali delle due variabili, la cui presenza avrebbe reso inattendibili le statistiche presenti in tabella.

apparente discrepanza di risultati ce la fornisce la statistica del beta *unlevered*: come si può osservare, il beta *unlevered* è significativamente più alto nelle imprese non familiari. In pratica, il maggior rischio finanziario è compensato da un minor rischio operativo. Questo risultato potrebbe avere una spiegazione plausibile, adattabile ad un'ipotesi che, spesso, viene formulata relativamente alle imprese familiari: l'avversione al rischio. L'argomentazione che può essere formulata è la seguente: se da un lato l'impresa familiare ricorre ad un maggior indebitamento per la contemporanea presenza di vincoli personali di ricchezza, esigenze di crescita dell'impresa e di mantenimento del controllo, dall'altro, la sua avversione al rischio, connessa con la volontà di allontanare possibili rischi di dissesto/fallimento che, ex-post, si risolverebbero in una perdita del controllo, potrebbe indurla ad essere meno aggressiva nella gestione operativa del business e, quindi, a ridurre i rischi corsi nell'attività di investimento (ad esempio, limitando la penetrazione nei mercati esteri o rivolgendosi a mercati esteri "sicuri").

In ultimo, le statistiche descrittive mettono in evidenza un risultato abbastanza "scontato" ma non privo di spunti: fermo restando il grado di separazione tra proprietà e controllo, l'impresa familiare ha un livello di concentrazione proprietaria decisamente più elevato rispetto a quella non familiare (i CFR medi raggiungono il 49%, contro il 36% delle imprese non familiari; quelli mediani raggiungono, addirittura, il 53% contro il 31% delle non familiari). Questo risultato mette in luce che, se da un lato, la presenza di elevati CFR è un elemento che dovrebbe contribuire a ridurre i problemi connessi con la separazione tra proprietà e controllo (cosiddetto *incentive effect*), incrementando il coinvolgimento economico-finanziario del soggetto controllante nell'impresa, dall'altro, livelli di CFR così elevati (e di VR ancor più elevati, alla luce dalla presenza di un certo livello di "wedge"), limitano qualsiasi attività del mercato per il controllo societario, rendendo inattaccabile la struttura proprietaria a qualsiasi tentativo di acquisizione. Questo elemento crea un *entrenchment effect*, rendendo la presenza della famiglia come principale azionista un elemento "critico", in quanto potenzialmente in grado di inasprire questo effetto *entrenchment*. Questo aspetto, relativo all'elevata concentrazione proprietaria, già sollevato nello studio di Mengoli *et al.* (2007), insieme

con un ambiente legale poco protettivo degli azionisti minoritari, potrebbe giustificare una maggiore penalizzazione del valore dell'impresa familiare da parte del mercato.

3.9.2 L'analisi di regressione

La Tabella 15 (PANEL A e PANEL B) mette in evidenza i risultati del modello di regressione che include tutte le variabili illustrate in precedenza, utilizzando, rispettivamente, il ROA (PANEL A) e il ROE (PANEL B) come misure di performance contabili. Il modello 1 confronta tutte le imprese familiari con le non familiari; il modello 2 confronta le familiari che hanno come CEO un familiare con le non familiari; il modello 3 confronta le familiari che hanno almeno un amministratore familiare non esecutivo con le non familiari. Questo approccio sarà seguito in tutte le tabelle che evidenziano i risultati delle regressioni.

I risultati offrono una conferma, seppur non del tutto robusta, alle evidenze emerse nella Tabella 10 e nella Tabella 11. Infatti, come si può osservare, le variabili FAM_OWN e FAM_AD mostrano sempre segno negativo e significativo (nel PANEL B la variabile FAM_AD conserva il segno, ma perde la sua significatività statistica che, comunque, era già debole). La variabile FAM_CdA, anch'essa legata negativamente al MTBV, non si mostra significativa.

Sembra, dunque, trovare supporto l'argomentazione iniziale che vede le imprese familiari penalizzate dal punto di vista del valore per effetto dei maggiori costi di agenzia percepiti dal mercato e connessi con i maggiori rischi di espropriazione che un azionista minoritario in un'impresa familiare sopporterebbe.

V'è però da dire che, a differenza di quanto si era argomentato nei punti (1) e (2) del paragrafo precedente, la penalizzazione, in termini di valore, per le imprese familiari con un CEO familiare è decisamente meno evidente e statisticamente meno robusta rispetto a quanto riscontrato nell'analisi in cui si confrontavano, semplicemente, le medie dei due gruppi di imprese. Al contrario, la FAM_CdA, che aveva mostrato una

performance simile rispetto a quella delle non familiari, si mostra, anche se in maniera non statisticamente significativa, sottoperformante rispetto alle imprese non familiari. A queste differenze di risultati è possibile fornire alcune spiegazioni a sostegno: in primis, nelle regressioni (ma non nei test di confronto delle medie tra gruppi), come anticipato descrivendo il campione e la ripartizione settoriale, sono state rimosse le società appartenenti al settore “varie”, per l'impossibilità di controllare l'*industry effect* alla luce della notevole eterogeneità dell'attività svolta da queste società che non ne permetteva la corretta inclusione in alcuno dei settori Mediobanca. Da un'analisi condotta su queste società si osserva che le non familiari appartenenti a questo sottogruppo (11 osservazioni) sono decisamente più performanti delle familiari (21 osservazioni) e mostrano valori del MTBV decisamente “estremi”: il MTBV medio e mediano è pari, rispettivamente, a 4,03 e 4,55 per le non familiari e pari a 1,37 e 1,33 per le familiari (differenze statisticamente significative con entrambi i test: *t* e K-W). In un'analisi separata, non inclusa nel presente lavoro, sono state introdotte anche queste imprese nella regressione, rilevando un sensibile miglioramento del coefficiente di regressione e della statistica *t* per la variabile FAM_OWN ma, soprattutto, per la variabile FAM_AD, il cui stimatore diviene significativamente diverso da zero sempre al livello dell'1%. In secondo luogo, il controllo dell'*industry effect* e l'impiego di regressioni multiple possono contribuire a migliorare le stime dei coefficienti di regressione relativi alle singole variabili familiari (FAM_OWN, FAM_AD e FAM_CdA). Infine, nelle regressioni, ma non nei test comparativi (parametrici e non), è stata trattata la presenza di valori anomali, tanto nel MTBV quanto nelle altre variabili indipendenti, tramite la tecnica *winsorizing*.

Relativamente alle altre variabili (le variabili di controllo), si riscontra, come atteso, un legame positivo e significativo con le misure di performance contabili (ROA e ROE), un legame negativo e significativo con BETA_L e con ETA e positivo con VOL. Le variabili segnaletiche della potenziale presenza di costi di agenzia “via” separazione tra proprietà e controllo (CFR, VR/CFR, HOLD_OPER, INFRA_IN) e la variabile *proxy* della struttura finanziaria (BOR_RAT) non forniscono evidenze di rilievo. La variabile dimensionale (SIZE) mostra sempre coefficienti con segno positivo e, solo in alcuni

casi, statisticamente significativi. La variabile sembra mostrare problemi di multicollinearità specie nei modelli di regressione 2 e 3 (Tabelle 15 e 16), elemento che ne indebolisce la portata informativa (si veda anche la matrice delle correlazioni, Tabella 14).

Solo la variabile INFRA_IN mostra un coefficiente positivo e significativo: risultato che non supporta l'ipotesi fatta con riferimento a questa variabile. Anzi, l'evidenza è opposta. Premessa la difficoltà di formulare un'ipotesi plausibile che possa giustificare questo legame positivo tra MTBV e INFRA_IN, nel commento alle altre specificazioni del modello, vedremo che il coefficiente di questa variabile potrebbe essere affetto da alcuni problemi di multicollinearità con le altre variabili di controllo (in particolare, con BETA_L, HOLD_OPER e VOL. A tal proposito, si veda la matrice delle correlazioni in Tabella 14).

Come si noterà, passando dal modello 1 al modello 3, alcuni coefficienti di regressione delle variabili di controllo perdono di significatività statistica e/o cambiano anche di segno. Questo deriva da due fattori principali: la non elevata numerosità campionaria complessiva e dal fatto che, passando da un modello all'altro (specie dall'1 al 3), il campione di riferimento si modifica in maniera notevole e, in particolare, riduce la sua numerosità, cosa che limita la variabilità totale del campione rispetto a ciascuna variabile indipendente e, quindi, la precisione degli stimatori delle singole variabili (la loro varianza aumenta). In generale, nel commentare le variabili di controllo, si tenderà a fare riferimento, anche nelle altre specificazioni del modello che verranno descritte nel prosieguo, al modello 1, in quanto implementato sulla base di un campione decisamente più ampio e rappresentativo. Comunque, anche per quello che si dirà a breve sui problemi di multicollinearità, la ridotta numerosità campionaria è un problema che può limitare l'affidabilità delle stime: passando dal modello 1 al modello 3, è evidente come vi sia un sensibile incremento dei valori del VIF⁶.

⁶ In linea generale, non esiste un valore del VIF, superato il quale, si può ritenere che vi siano severi problemi di multicollinearità. I valori di 5 o 10 sono quelli ai quali, normalmente, nei testi di econometria e statistica, si fa riferimento più di frequente per l'identificazione di gravi problemi di multicollinearità.

Nella Tabella 16 si è provato ad utilizzare specificazioni alternative del modello di regressione iniziale, al fine di verificare se alcune variabili potessero essere “ridondanti”, specie per quelle utilizzate come *proxy* dello stesso fenomeno e, quindi, potenzialmente correlate tra loro in maniera forte. A tal fine, avendo come riferimento la matrice delle correlazioni (Tabella 14), si è osservato che, tra le variabili di *governance* e quelle di rischio, ve ne erano alcune che mostravano una notevole correlazione fra loro (in particolare: VR/CFR e CFR; VOL e BETA_L; HOLD_OPER e INFRA_IN). Sulla base di ciò, si è provato ad inserire queste variabili nel modello una alla volta, per verificare quali eventuali cambiamenti si potessero registrare sia con riferimento alla variabile stessa, impiegata in maniera isolata, che con riferimento alle altre variabili del modello. I risultati sono mostrati nella Tabella 16. Nel PANEL A sono state inserite solo VR/CFR, BETA_L e INFRA_IN; nel PANEL B sono state utilizzate CFR, VOL e INFRA_IN.

Alcune variabili (le tre variabili familiari, BETA_L, VOL e ROA) confermano integralmente i risultati già emersi nel modello iniziale, altre variabili, invece, si comportano in maniera differente a seconda della specificazione adottata. In particolare, BOR_RAT, che in origine aveva mostrato un coefficiente positivo e debolmente significativo (al livello del 10%), nel PANEL A rafforza questa evidenza, mentre nel PANEL B la perde completamente. Questa differenza di risultati è connessa con la correlazione positiva e significativa esistente tra BOR_RAT e VOL: la rimozione della variabile VOL determina un aumento del coefficiente di regressione (infatti, gli stimatori di VOL e BOR_RAT sono correlati negativamente). INFRA_IN, pur conservando sempre segno positivo, nel PANEL B non risulta più essere statisticamente significativa: questo è dovuto alla correlazione positiva e statisticamente significativa tra INFRA_IN e BETA_L e tra INFRA_IN e VOL. Per quanto riguarda la variabile ETA, in questo caso, passando dal PANEL A al PANEL B, il coefficiente si mantiene negativo e diviene altamente significativo (al livello dell'1%): la divergenza di risultati è provocata, principalmente, dalla correlazione fortemente positiva con VR/CFR e dall'effetto esercitato dalla variabile VOL. Infatti, rimuovendo VR/CFR, *ceteris*

paribus, il valore della t aumenta notevolmente⁷. La variabile SIZE mostra sempre segno positivo e a volte statisticamente significativo (principalmente nei modelli di regressione 2 e 3). Anche per questa variabile valgono le considerazioni già fatte su problematiche connesse con numerosità campionaria e multicollinearità.

Complessivamente, possiamo trarre alcune considerazioni di interesse:

- 1) Le variabili VOL, BETA_L e le misure di performance contabili (ROA e ROE) hanno un elevato potere esplicativo e contribuiscono a migliorare la stima degli altri regressori, pur in presenza di qualche problema di multicollinearità che rende “instabili” alcuni dei coefficienti, in particolare nel modello 3. I segni mostrati da queste variabili sono coerenti con quanto ipotizzato ex-ante.
- 2) Le tre variabili *proxy* del coinvolgimento familiare nella gestione mostrano risultati piuttosto stabili: la variabile FAM_OWN si mostra, come ipotizzato inizialmente, legata negativamente e significativamente al MTBV, come anche le altre due, FAM_AD e FAM_CdA, anche se in maniera più debole. Nello specifico, FAM_AD è quasi sempre significativa almeno al livello del 10% (Tabella 15, PANEL A; Tabella 16, PANEL A e B). FAM_CdA, al contrario, ha sempre segno negativo ma il coefficiente di regressione non è mai statisticamente significativo, avvalorando l’argomentazione proposta nel precedente paragrafo circa il fatto che le imprese familiari che hanno almeno un familiare amministratore senza ruoli esecutivi sono viste dal mercato in maniera “similare” rispetto alle non familiari. Comunque, da quello che emerge dall’analisi, tanto le FAM_AD che le FAM_CdA, contribuiscono al risultato ottenuto sul campione complessivo, vale a dire, una penalizzazione del valore dell’impresa familiare rispetto a quella non familiare.

⁷ Infatti, analizzando anche il *condition index* (CI), si rileva che, per le variabili VR/CFR ed ETA, in corrispondenza di un valore del CI pari a circa 18 (una regola comunemente utilizzata per diagnosticare problemi di multicollinearità è la seguente: valori superiori a 10 segnalano la presenza del problema; valori superiori a 30 indicano la gravità del problema, Belsey *et al.*, 1980), le *variance proportions* relative alle due variabili superano il 50%.

3) Le altre variabili hanno mostrato i seguenti esiti: coerentemente con gran parte della letteratura sul tema, al crescere dell'età dell'impresa c'è una riduzione statisticamente significativa della performance di mercato. Il risultato, tuttavia, non è "robusto" a tutte le specificazioni del modello. Le variabili di *governance* e struttura proprietaria non mostrano mai risultati degni di rilievo: i coefficienti di regressione sono sempre non significativi. Solo la variabile INFRA_IN sembra mostrare risultati migliori, anche se il legame positivo e significativo riscontrato nella maggior parte delle evidenze contrasta con l'ipotesi fatta in origine e, comunque, come già segnalato, non è sempre stabile nelle diverse modellizzazioni.

Come ulteriore indagine (Tabella 17), si è voluto verificare se, effettivamente, le imprese familiari aventi un CEO familiare hanno un MTBV significativamente inferiore rispetto a quelle familiari aventi almeno un membro della famiglia come amministratore non esecutivo, evidenza che era emersa, anche se in maniera non forte, nel PANEL A di Tabella 12. In Tabella 17, la variabile FAM_AD assume valore 1 per le familiari con un CEO familiare e 0 in caso di imprese familiari con almeno un membro della famiglia controllante nel CdA senza responsabilità gestionali.

Dai risultati emersi si evince una conferma robusta a quanto argomentato in precedenza: le FAM_AD sono significativamente sotto-performanti (coefficiente significativo al livello dell'1%) rispetto alle FAM_CdA. Le altre variabili mostrano coefficienti in linea con quelli già riscontrati negli altri modelli di regressione.

3.10 Considerazioni conclusive, spunti ed elementi di criticità econometrici

Cosa possiamo dire circa il ruolo esercitato della proprietà e della gestione familiare nella valutazione che il mercato effettua dell'impresa? Da quanto è emerso nella

presente indagine, appare confermarsi l'ipotesi originariamente fatta, circa la percezione non propriamente positiva che gli investitori hanno relativamente all'impresa familiare, potenzialmente più esposta alle problematiche di agenzia connesse con i conflitti tra azionisti di minoranza e maggioranza, che si andrebbero a riflettere in uno "sconto" nella valutazione di mercato. Conflitti che, in un paese come l'Italia, caratterizzato da elevata concentrazione proprietaria, separazione tra proprietà e controllo in progressiva riduzione ma ancora presente, ambiente legale a tutela degli investitori in deciso miglioramento ma ancora un po' al di sotto di altri paesi finanziariamente evoluti, specie con riferimento alla qualità dell'*enforcement* (le norme, pur essendoci, vengono applicate con lentezza e non sempre in maniera "integrale"), potrebbero trovare terreno fertile per svilupparsi proprio nell'impresa familiare, in cui la famiglia, rispetto ad altri soggetti proprietari (in presenza di azionisti come, ad esempio, banche o fondi comuni, l'incentivo alla realizzazione di comportamenti espropriativi è inferiore sia per effetto della presenza di un azionariato piuttosto diffuso, che rende meno "*utility enhancing*" siffatti comportamenti per i singoli azionisti, sia per effetto della presenza di organismi regolatori, vedi Banca d'Italia, CONSOB, ISVAP ecc., che incrementa il costo dell'espropriazione, rendendola meno attraente), almeno in via potenziale, troverebbe maggiori benefici derivanti da comportamenti espropriativi a danno delle minoranze.

Andando ad indagare con maggior profondità l'"intensità" del coinvolgimento della famiglia nella gestione dell'impresa, si sono distinte le imprese familiari in due sotto gruppi: quelle che hanno familiari come CEO e quelle che hanno familiari nel CdA senza ruoli esecutivi. Da quanto è emerso, le prime, oltre ad essere decisamente più numerose, sono anche quelle che subiscono i maggiori effetti negativi da parte del mercato, forse, per effetto dei maggiori rischi di *entrenchment* che emergerebbero in presenza di un CEO familiare (Volpin, 2002; Morresi, 2006), il cui *turnover* nell'impresa potrebbe essere "sganciato" da logiche di performance e "immune" da pressioni esterne. La significatività statistica dei coefficienti relativi alla variabile FAM_AD è comunque debole. Inoltre, trova conferma l'ipotesi che vede maggiormente penalizzate le FAM_AD rispetto alle FAM_CdA (Tabella 17), quest'ultime più "simili" alle non familiari e relativamente alle quali, probabilmente, viene apprezzata sia la

presenza di familiari nel CdA con ruolo di supervisione della gestione, sia il fatto che la gestione venga affidata a managers professionisti.

Relativamente alle altre variabili, le imprese familiari non sembrano “separare” di più dalle non familiari, elemento che, ad avviso di chi scrive, dovrebbe far pensare in positivo sulla direzione intrapresa con riferimento all’evoluzione delle strutture proprietarie. Il rovescio della medaglia è rappresentato da una concentrazione proprietaria che continua a raggiungere livelli notevoli: oltre il 50% delle imprese campionate è controllato di diritto, ed il divario con le non familiari è notevole. In termini di rischio, non si notano differenze rilevanti tra le imprese familiari e quelle non familiari. Interessante osservare come, a fronte di un *leverage* maggiore per le imprese familiari, il rischio operativo sia significativamente più alto nelle imprese non familiari. Ciò potrebbe denotare un duplice fenomeno: da un lato, l’uso del debito in sostituzione dei poco graditi *control enhancing devices* per conciliare mantenimento del controllo e crescita dell’impresa, dall’altro, l’avversione al rischio “impone” l’adozione di strategie operative meno rischiose che vanno a “compensare” il maggior rischio finanziario. Questi risultati, relativamente a rischio e struttura finanziaria, andrebbero approfonditi meglio andando ad esaminare in che modo il rischio operativo e la leva finanziaria si comportano a livello settoriale, per poi confrontare questa ripartizione con quella delle imprese familiari e non familiari nei diversi settori.

Come segnalato durante l’illustrazione dei risultati delle regressioni, i principali elementi di criticità dell’indagine sono rappresentati, in primo luogo, dalla non elevata numerosità campionaria che, per alcune variabili esplicative, ne rende instabili le evidenze e, quindi, ne indebolisce la portata inferenziale, in secondo luogo, da alcuni problemi di multicollinearità emersi tra alcune variabili, anche se, come si nota dai valori del VIF, piuttosto moderati, salvo quelli rilevati nel modello 3 delle regressioni, l’instabilità dei coefficienti di regressione è prevalentemente connessa con la ridotta numerosità campionaria. Sotto questo profilo, hanno mostrato i migliori risultati le variabili di performance contabile (ROA e ROE), BETA_L, VOL e, tra le variabili familiari, FAM_OW, dove sono emerse evidenze abbastanza robuste e coerenti con le ipotesi inizialmente fatte. Anche la variabile ETA, come nella gran parte degli studi sul

tema, ha mostrato, spesso, un legame negativo e significativo con la performance. Le altre variabili non si sono mostrate significative (VR/CFR, CFR, HOLD_OPER) e, quando lo sono state, hanno evidenziato un'instabilità dei coefficienti di regressione che rende difficoltoso trarre delle conclusioni ragionevolmente affidabili (BOR_RAT, SIZE, INFRA_IN). Il miglioramento delle stime, per confermarle o per confutarle, è strettamente connesso con un ampliamento del campione, da realizzarsi, sia incrementando il numero di imprese analizzate, che l'arco temporale di riferimento.

Un altro elemento da tenere in considerazione nell'analisi dei dati è rappresentato dal fatto che, come si può osservare dalla statistica test di *Durbin-Watson*, l'ipotesi di assenza di autocorrelazione tra i termini di errore sembra essere violata. Al fine di verificare l'influenza del problema citato sui risultati ottenuti, sono stati stimati gli errori standard HAC (*Heteroskedasticity and Autocorrelation Consistent*), mediante la correzione proposta da Arellano (2003) per dati *panel*. I risultati (non riportati essendo qualitativamente simili a quelli mostrati) denotano una riduzione del valore della statistica *t* per tutte le variabili e, in maniera più consistente, per le seguenti: FAM_OWN, FAM_AD, ETA e INFRA_IN: le prime due (FAM_OWN e FAM_AD) conservano segno e significatività degli stimatori, mentre ETA e INFRA_IN mantengono il segno ma perdono la significatività.

Alcuni autori (tra gli altri, Demsetz, Villalonga, 2001; Himmelberg *et al.*, 1999) hanno evidenziato la possibilità che via sia una relazione di causalità inversa tra valore dell'impresa e struttura proprietaria: in altri termini, variazioni nella struttura proprietaria sarebbero generate da variazioni nel valore dell'impresa (si pensi, ad esempio, al caso di un'impresa familiare in cui la famiglia, per effetto delle migliori informazioni che possiede sull'andamento dell'impresa, decide di ridurre la partecipazione quando ritiene che l'impresa sia sopravvalutata). Se così fosse, si creerebbero problemi di endogeneità. Questo fattore potrebbe essere considerato come possibile estensione del presente studio, "strumentando" le variabili di struttura proprietaria ed implementando un modello 2SLS o un modello *treatment effects* a due "passi" di Heckman, particolarmente adatto in caso di regressore endogeno dicotomico (FAM_OWN, FAM_AD e FAM_CdA).

Relativamente ai possibili sviluppi dello studio, sarebbe interessante affiancare all'analisi del legame tra impresa familiare e MTBV, quella che vede come variabile dipendente la performance contabile (ROE o ROA), posto che le due misure, di mercato e contabile, possono fornire risposte differenti. Inoltre, tra le misure di *governance*, potrebbe essere interessante introdurre ulteriori variabili che esprimano la qualità della *governance* della specifica impresa, ad esempio, tramite la costruzione di un indicatore che segnali il rispetto più o meno marcato delle regole di *best practice* internazionale nel governo societario. Si potrebbero anche fornire definizioni alternative di impresa familiare, nonché metodi alternativi nella definizione dell'impresa familiare che tengano conto anche di elementi di natura "qualitativa" che sono stati trascurati. Sotto questo profilo, può essere di aiuto l'analisi fattoriale, al fine di identificare le possibili determinanti del carattere "*family*" del business.

In definitiva, la tematica oggetto di analisi è ampiamente suscettibile di approfondimenti e ampliamenti, sia di carattere metodologico (diverse specificazioni econometriche ed estensione della base dati), che di carattere contenutistico (nuove variabili, ipotesi ecc.), anche alla luce dei risultati riscontrati che, nonostante sembrano mostrare, con riferimento all'impresa familiare, una direzione abbastanza definita, appaiono tutt'altro che risolutivi. La questione, dunque, è aperta su molti fronti che si ritiene possano essere oggetto di un'intensa quanto fertile attività di ricerca che, d'altronde, è già ampiamente attiva e produttiva. Con specifico riferimento all'Italia, i profondi mutamenti, specie normativi, che stanno interessando la "vita finanziaria" del paese, non possono che essere una fonte di cambiamento che rende necessaria una continua attività di studio delle tematiche oggetto di discussione nel presente lavoro.