

Molti sono i volumi che trattano l'argomento delle imprese familiari. Tuttavia, pochi sono i saggi che analizzano il tema focalizzandosi sullo stato dell'arte offerto dalla letteratura finanziaria. In virtù della loro rilevanza nel tessuto economico italiano, scopo di questo libro è fornire una panoramica il più possibile completa sulla ricerca relativa alle family firm. I più recenti fatti di cronaca sottolineano l'attualità del tema, che assume un rilievo particolare alla luce delle peculiarità proprie delle imprese familiari. Infatti, da un lato esse sono caratterizzate da consistenti vantaggi competitivi, essenzialmente associati alla loro elevata flessibilità gestionale e all'importante rete sociale al centro della quale l'impresa opera. Dall'altro, numerosi sono i problemi ordinariamente affrontati dalle family firm in termini di corporate governance, gestione dell'innovazione e transizione generazionale. La combinazione di questi fattori ne influenza in modo significativo la performance, con evidenti ripercussioni sul tessuto economico dell'area in cui le società operano. Il volume ripercorre i singoli punti di forza e di vulnerabilità, analizzandoli in una prospettiva economica e offrendo spunti di riflessione su come le imprese familiari possano enfatizzare gli elementi di vantaggio competitivo ovvero limitare i punti di debolezza che le contraddistinguono. Sono inoltre riportate storie di successo e di fallimento di family firm, di fatto evidenziando come le teorie sviluppate dalla letteratura siano riscontrabili anche da un punto di vista pratico. Infine, viene presentato uno studio empirico volto ad investigare nel contesto italiano se la proprietà familiare ha un effetto positivo o negativo sulla performance d'impresa. Infatti, nonostante l'ampia letteratura sul tema con riferimento al mercato inglese o statunitense, le evidenze riferite al nostro paese sono poco rilevanti e tra loro contraddittorie. Grazie all'alternanza tra teoria economico-finanziaria, casi pratici ed analisi empiriche, il volume offre una panoramica completa sull'imprenditoria familiare.

**Giulia Baschieri** è professore a contratto in finanza aziendale presso l'Università Bologna, dove è anche tutor didattico di insegnamenti quali corporate finance, gestione dei rischi finanziari e finanza straordinaria. È stata Ph.D. exchange student in finance presso la Cass Business School – City University London. I suoi interessi di ricerca riguardano prevalentemente l'asset pricing con particolare riferimento alle dinamiche legate alla territorialità, la valutazione d'azienda e le imprese familiari.

 **FrancoAngeli**  
La passione per le conoscenze

€ 26,00 (U)

ISBN 978-88-568-4738-3



9 788856 847383

365.1080

G. Baschieri L'IMPRESA FAMILIARE



**FrancoAngeli**

**Giulia Baschieri**

## **L'IMPRESA FAMILIARE**

**Fattori di successo  
ed evidenze empiriche  
sulle performance**

**Giulia Baschieri**

## **L'IMPRESA FAMILIARE**

**Fattori di successo  
ed evidenze empiriche  
sulle performance**

**FrancoAngeli**



I lettori che desiderano informarsi sui libri e le riviste da noi pubblicati possono consultare il nostro sito Internet: [www.francoangeli.it](http://www.francoangeli.it) e iscriversi nella home page al servizio "Informatemi" per ricevere via e-mail le segnalazioni delle novità.

**Giulia Baschieri**

**L'IMPRESA FAMILIARE**

**Fattori di successo  
ed evidenze empiriche  
sulle performance**

**FrancoAngeli**

Copyright © 2014 by FrancoAngeli s.r.l., Milano, Italy.

Ristampa	Anno
0 1 2 3 4 5 6 7 8 9	2014 2015 2016 2017 2018 2019 2020 2021 2022 2023

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore. Sono vietate e sanzionate (se non espressamente autorizzate) la riproduzione in ogni modo e forma (comprese le fotocopie, la scansione, la memorizzazione elettronica) e la comunicazione (ivi inclusi a titolo esemplificativo ma non esaustivo: la distribuzione, l'adattamento, la traduzione e la rielaborazione, anche a mezzo di canali digitali interattivi e con qualsiasi modalità attualmente nota od in futuro sviluppata).

Le fotocopie per uso personale del lettore possono essere effettuate nei limiti del 15% di ciascun volume dietro pagamento alla SIAE del compenso previsto dall'art. 68, commi 4 e 5, della legge 22 aprile 1941 n. 633. Le fotocopie effettuate per finalità di carattere professionale, economico o commerciale o comunque per uso diverso da quello personale, possono essere effettuate a seguito di specifica autorizzazione rilasciata da CLEARedi, Centro Licenze e Autorizzazioni per le Riproduzioni Editoriali ([www.clearedi.org](http://www.clearedi.org); e-mail [autorizzazioni@clearedi.org](mailto:autorizzazioni@clearedi.org)).

Stampa: Digital Print Service srl - sede legale: via dell'Annunciata 27, 20121 Milano;  
sedi operative: via Torricelli 9, 20090 Segrate (MI) e via Merano 18, 20127 Milano.

*Alla mia famiglia*

Poche parole per ringraziare brevemente tutti coloro che mi hanno aiutato nella redazione di questo volume. Il ringraziamento più grande va al professor Sandro Sandri, che mi ha seguito passo a passo durante la stesura del testo e si è rivelato una fonte preziosa di consigli e idee.

Grazie anche al professor Marco Bigelli, a Emanuele Bajo e al gruppo di Finanza dell'Università di Bologna per i numerosi suggerimenti e per l'aiuto ricevuto.

Infine, un ringraziamento è più che dovuto a Stefano Mengoli e ad Andrea Carosi, colleghi e amici preziosi, che nei lunghi anni di lavoro mi hanno insegnato tanto di quello che oggi sono professionalmente. Senza il vostro aiuto probabilmente questo libro non esisterebbe.

Ovviamente, ogni errore o imprecisione nel volume rimane interamente ed esclusivamente attribuibile a me.



## INDICE

<b>1. L'impresa familiare</b>	<b>pag.</b>	<b>9</b>
1.1. Strategie di business e punti di forza	»	17
1.2. Elementi di debolezza	»	28
1.3. Reti sociali	»	31
1.4. Governance e impresa familiare	»	48
<b>2. Continuità d'impresa e il problema della successione</b>	»	59
2.1. Il processo di successione	»	64
2.2. Il fondatore	»	73
2.3. Il discendente	»	81
2.3.1. Il discendente conservatore	»	91
2.3.2. Il discendente ribelle	»	97
2.3.3. Il discendente indeciso	»	101
<b>3. Performance e impresa familiare</b>	»	107
3.1. Concentrazione proprietaria e performance	»	107
3.2. Management familiare, professionalizzazione, successione e valore d'impresa	»	116
<b>4. Evidenze empiriche nel contesto italiano</b>	»	125
4.1. Letteratura e sviluppo delle ipotesi	»	127
4.2. Descrizione del campione e metodologia	»	131
4.3. Principali evidenze	»	140
4.3.1. Analisi univariata	»	140
4.3.2. Analisi multivariata	»	149
4.4. Discussione	»	156
<b>Conclusioni</b>	»	160
<b>Bibliografia</b>	»	171



## 1. L'IMPRESA FAMILIARE

Le imprese familiari caratterizzano il panorama industriale a livello globale (La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer, 1999; Claessens, Djankov e Lang, 2000; Faccio e Lang, 2002) e rappresentano la forma più antica di organizzazione di impresa. A prescindere dal livello di sviluppo dell'economia, in molti paesi le c.d. *family firm* costituiscono la componente principale del sistema industriale e rivestono un ruolo chiave da un punto di vista occupazionale e di crescita economica (Faccio e Lang, 2002). A titolo di esempio, in Spagna quasi il 75% delle imprese è controllato da famiglie e produce all'incirca il 65% del prodotto interno lordo della nazione. Analogamente, le imprese familiari generano circa il 60% del prodotto interno lordo aggregato dell'America Latina<sup>1</sup>. Ancora, la maggior parte della ricchezza degli Stati Uniti d'America è prodotta da family firm che utilizzano il 62% della forza lavoro disponibile – creando occupazione per quasi 82 milioni di persone – e costituiscono l'89% delle società del paese. In dettaglio, le imprese familiari statunitensi generano circa il 64% del prodotto interno lordo statunitense e rappresentano di conseguenza anche la principale fonte di reddito per il governo degli Stati Uniti (Astrachan e Shanker, 2003).

La notevole rilevanza assunta dalle family firm all'interno del contesto sociale ed economico delle più disparate nazioni ha negli anni innescato un vivace dibattito accademico incentrato in particolare sui modelli di governance ad esse relativi e sulle conseguenti performance. La letteratura mostra come da un punto di vista teorico il modello organizzativo tipico delle family firm si adatti soprattutto a società di dimensioni piccole o medio-piccole. La realtà economica ha invece messo in luce come queste imprese sopravvivano e (in taluni casi) fioriscano anche quando raggiungono di-

<sup>1</sup> The Family Business Network, [www.fbn-i.org](http://www.fbn-i.org).

mensioni importanti o addirittura la forma di conglomerate multinazionali. In molti casi, interi settori sono controllati da family firm. Un esempio in tal senso è il settore della produzione e commercializzazione della birra: Carlsberg, Heineken, oltre ad una miriade di marchi artigianali meno noti sono tuttora gestiti dalle famiglie fondatrici. Undici dei dodici principali giornali quotati in borsa negli Stati Uniti sono controllati da famiglie (Villalonga e Hartman, 2007)<sup>2</sup>. Ancora, sei dei maggiori operatori della tecnologia via cavo statunitense sono amministrati dalle famiglie fondatrici tramite la figura dei fondatori o dei loro eredi. Nel mondo, esempi di note imprese familiari includono Samsung, Hyundai Motor e LG Group nella Corea del Sud, Brunello Cucinelli, Salvatore Ferragamo, Benetton e Fiat in Italia, BMW e Siemens in Germania, Kikkoman in Giappone, Ford Motor Company e Walmart negli Stati Uniti e L'Oréal in Francia. La storia e le strategie imprenditoriali di alcune di queste ed altre società verranno in particolare approfondite nel prosieguo del volume. Lo scopo è sottolineare come molti dei fattori evidenziati dal punto di vista teorico dalla letteratura finanziaria quali elementi di forza o limiti delle imprese familiari siano riscontrabili – seppure con caratteristiche peculiari della singola attività – anche a livello empirico e a prescindere dalla dimensione aziendale.

In tale contesto, uno degli elementi di maggior criticità per le family firm – fonte di preoccupazione per gli operatori economici e oggetto di indagini approfondite da parte della letteratura manageriale e finanziaria – è legato alla loro sopravvivenza nel medio-lungo periodo. È purtroppo un dato il fatto che la maggior parte delle imprese familiari abbia una vita breve e faccia fatica a superare il momento dell'abbandono della gestione da parte del fondatore: il 95% delle family firm fallisce prima che l'attività arrivi ad essere controllata dalla quarta generazione della famiglia (Neubauer e Lank, 1998). Questo spesso avviene a causa della mancanza di capacità da parte dei membri appartenenti alle generazioni successive a quella del fondatore di gestire un'attività dalle dimensioni importanti e (soprattutto) i problemi ad essa relativi. La tematica della successione, della sopravvivenza ed il problema del “passaggio del testimone” sono approfonditi nel volume. Enfasi particolare è posta sul ruolo dell'imprenditore-fondatore, su coloro che gli succedono nella gestione del business e sulla loro “imprendi-

<sup>2</sup> Eccezione in tal senso è rappresentata dalla Gannett Company, Inc. (si veda Villalonga e Hartman, 2007), che possiede giornali quali il quotidiano nazionale *USA Today*, il settimanale *USA Weekend* o testate minori come *The Arizona Republic*, *The Indianapolis Star*, *The Cincinnati Enquirer*, *The Tennessean*, *The Courier-Journal*, *Democrat and Chronicle*, oltre a 23 stazioni televisive.

torialità”, ossia sugli sforzi compiuti per gestire l’impresa e sulle innovazioni risultanti da tale impegno. La letteratura evidenzia che la qualità dell’imprenditore e la correttezza dei meccanismi di governance contribuiscono a influenzare la capacità delle imprese familiari di conservare e creare valore rispetto ad analoghe imprese non familiari. Data l’importanza di questo aspetto per le economie dei paesi in cui le family firm operano, il volume dedica una sezione ai risultati degli studi empirici ad esso dedicati, che hanno prodotto risultati spesso contraddittori (si veda ad esempio Holderness e Sheehan, 1988; Anderson e Reeb, 2003 nel contesto statunitense; Morck, Yeung e Yu 2000; Claessens *et al.*, 2002, e Cronqvist e Nilsson, 2003 in altre economie). I singoli elementi di vantaggio e di debolezza delle family firm sono dunque investigati e analizzati in una prospettiva economica. In seguito, è sviluppata un’analisi empirica il cui scopo è fornire evidenza nel contesto italiano in merito alla relazione tra performance e proprietà familiare.

#### *Definizione*

Prima di affrontare nel dettaglio queste tematiche, è opportuno fornire una definizione univoca di cosa è qui inteso per impresa familiare. A tal proposito esistono infatti innumerevoli definizioni (civilistica, tributarista, economico-aziendale ecc.) spesso configgenti tra loro e non sovrapponibili. Se in questa sede non è rilevante approfondire la ratio alla base delle diverse interpretazioni relative all’oggetto della trattazione, è invece necessario stabilire in modo inequivocabile il significato del termine *impresa familiare* e i confini all’interno dei quali una società può essere definita tale. All’interno dell’ordinamento italiano l’istituto giuridico dell’impresa familiare – tutelato per la prima volta nel 1975 con la riforma del diritto di famiglia – è oggi disciplinato dall’art. 230 *bis* del codice civile. Si rientra nella definizione civilistica ogni volta che i familiari dell’imprenditore prestano la propria attività di lavoro in modo continuativo nell’impresa o nella famiglia. Nello specifico «[...] si intende come familiare il coniuge, i parenti entro il terzo grado, gli affini entro il secondo; per impresa familiare quella cui collaborano il coniuge, i parenti entro il terzo grado, gli affini entro il secondo»<sup>3</sup>.

La letteratura aziendalistica sul tema è ampia, prende distanza dai concetti espressi dai codici e dalle norme di legge definite all’interno degli or-

<sup>3</sup> Cfr. codice civile italiano: Libro primo – delle persone e della famiglia; Sezione VI – dell’impresa familiare; art. 230 *bis*.

dinamenti giuridici nazionali e rende difficile trovare un consenso sulla definizione di impresa familiare. Tuttavia, la tipica family firm è – nell’accezione più generale – identificata come una società controllata e di solito gestita da più membri di una famiglia (Lansberg, 1999) spesso appartenenti a diverse generazioni (Anderson e Reeb, 2003; Gomez-Mejia *et al.*, 2007). Tra i primi, Davis (1983, p. 47) evidenzia come «le imprese familiari sono quelle dove la politica e la direzione aziendali sono soggette ad una significativa influenza da parte dei membri di una o più famiglie». Similmente, secondo Dyer (1986, p. 14) «una impresa familiare è una organizzazione nella quale le decisioni riguardanti la proprietà e il management sono influenzate dalle relazioni con una famiglia (o poche famiglie)». Secondo queste interpretazioni, le imprese familiari possono avere anche proprietari e manager non necessariamente facenti parte della famiglia. I componenti della stessa sono comunque coinvolti nel management in modo continuativo e nella maggior parte dei casi (nella quasi totalità per le attività più piccole e meno strutturate) sono gli unici a prendere decisioni in merito alla gestione del business. Restringendo il concetto di famiglia alle sole famiglie fondatrici dell’attività, McConaughy *et al.*, (1998) considerano come family firm ogni azienda gestita dal fondatore o da un membro della famiglia fondatrice. Non sono dunque considerate familiari quelle imprese acquisite da una famiglia attraverso una transazione di mercato. Allo stesso modo, tra gli altri Anderson e Reeb (2003), Cronqvist e Nilsson (2003), Faccio e Lang (2002), La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1999), Smith e Amoako-Adu (1999), Barth, Gulbrandsen e Schone (2005) definiscono come family firm qualsiasi società in cui una famiglia fondatrice o il fondatore da solo detengono una quota di proprietà e/o fanno parte del board. Secondo questa interpretazione non è necessaria la presenza di più membri della famiglia: anche una ditta individuale gestita dal fondatore rientra nella definizione.

Alla luce della labilità dei possibili confini del concetto di family firm, Villalonga e Amit (2006) analizzano svariate definizioni, considerando diverse generazioni della famiglia e molteplici livelli di proprietà e gestione dell’impresa. Ad esempio, studi identificano come family firm solo quelle in cui sono coinvolti nel possesso e nella gestione dell’attività più membri della famiglia – sia essa fondatrice o meno del business. Ancora, Bennesen *et al.* (2007) e Perez-Gonzalez (2006) si concentrano sulle imprese controllate da generazioni successive a quella del fondatore. Gomez-Mejia *et al.* (2007) insistono sul coinvolgimento contemporaneo di più membri della famiglia sia nella proprietà che nella gestione della società. Secondo Chrisman, Chua e Litz (2003) l’essenza di una family firm è definita dalla con-

temporanea presenza di più elementi, ossia i) l'intenzione di mantenere nelle mani della famiglia il controllo dell'impresa, ii) una "vision" di impresa definita dalla famiglia e pianificata per essere perseguita a livello trans-generazionale, iii) risorse e competenze uniche e sinergiche che nascono dal coinvolgimento e dalle interazioni dei membri della famiglia, iv) il perseguimento della vision al punto ii). Astrachan, Klein e Smyrnios (2002) considerano tre dimensioni d'influenza familiare: il potere (che si concretizza con il coinvolgimento della famiglia nella proprietà e nella gestione della società), la cultura (la cui peculiarità è legata alla sovrapposizione tra valori della famiglia e valori d'impresa) e l'esperienza (legata al processo di successione e al numero di membri della famiglia che danno il loro contributo per la gestione dell'attività).

La Tabella 1.1, adattata da Miller *et al.* (2007), riassume i criteri di identificazione delle imprese familiari utilizzate nei principali studi dalla letteratura aziendalistica. Gli studi sono raggruppati sulla base delle similarità nella definizione delle family firm: in primis sono considerate le ricerche che prevedono una partecipazione della famiglia inferiore al 50%, poi quelle che richiedono la maggioranza assoluta dei diritti di voto e infine gli studi che non danno importanza alla percentuale di capitale detenuta dalla famiglia bensì al ruolo del fondatore nella gestione della family firm. In particolare, la tabella evidenzia come la definizione – pur essendo talvolta condivisa da diversi accademici – sia in continua evoluzione, con criteri che variano persino in ricerche effettuate in periodi differenti dai medesimi autori.

Tab. 1.1 – Le definizioni di impresa familiare utilizzate nella letteratura

Autori e anno di pubblicazione	Periodo indagato	Paese di analisi	Definizione
<b>Partecipazione della famiglia inferiore al 50%</b>			
Claessens, Djankov e Lang (2000)	1996	9 paesi dell'est Asia	I gruppi familiari sono quelli che controllano più del 5% dei diritti di voto di una società. Un gruppo familiare è identificato in ogni paese da un albero genealogico e può comprendere una o più famiglie.
Gomez-Mejia, Larraza-Kintana, Makri (2003)	1995-1998	USA	Si ha impresa familiare se due o più amministratori hanno una relazione familiare e se i membri della famiglia detengono o controllano almeno il 5% dei diritti di voto.
Villalonga e Amit (2006)	1994-2000	USA	Si ha impresa familiare se il fondatore o un membro della famiglia è amministratore della società e detiene almeno il 5% del capitale sociale dell'impresa.

(continua)

(segue)

Smith e Amoako-Adu (1999)	1962-1996	Canada	Si ha impresa familiare se una persona o l'insieme dei membri di una famiglia detengono la quota più grande dei diritti di voto e almeno il 10% dei diritti di voto totali di una impresa.
Mauri (2006)	1996-2003	13 paesi dell'Europa occidentale	Si ha impresa familiare se l'azionista di maggioranza detiene almeno il 10% dei diritti di voto ed è una famiglia, un individuo o una impresa non quotata (le imprese non quotate sono spesso a proprietà concentrata e in quanto tali vengono considerate sotto il controllo di una famiglia).
La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1999)	1995-1997	Tutto il mondo	Si ha impresa familiare se i diritti di voto diretti e indiretti dell'azionista di controllo sono superiori al 20%.
Faccio e Lang (2002)	1996-1999	13 paesi dell'Europa occidentale	Si ha impresa familiare se una famiglia, un individuo o una impresa non quotata sono identificati come <i>ultimate owner</i> (con una quota superiore al 20% dei cash flows o dei diritti di voto).
Barth, Gulbrandsen e Schone (2005)	1996	Norvegia	Si ha impresa familiare quando almeno il 33% delle azioni di una impresa sono detenute da una persona o da una famiglia.
<b>Partecipazione della famiglia superiore al 50%</b>			
Holderness e Sheehan (1988)	1980-1984	USA	Si ha impresa familiare se un azionista di maggioranza o una organizzazione (incluse fiduciarie) detengono almeno il 50.1% delle azioni.
Claessens <i>et al.</i> (2002)	1996	8 paesi dell'est Asia	Si ha impresa familiare quando in una società la quota di maggioranza del capitale è detenuta da un gruppo di persone con legami di sangue o di matrimonio.
Barontini e Caprio (2006)	1999	11 paesi dell'Europa continentale	Si ha impresa familiare quando l'azionista di maggioranza detiene almeno il 10% del capitale di una impresa e se la famiglia o l'azionista di maggioranza controllano almeno il 51% dei diritti di voto o controllano almeno il doppio dei diritti di voto del secondo azionista di maggioranza.
<b>Ruolo cruciale del fondatore nella gestione dell'impresa</b>			
Morck, Shleifer e Vishny (1988)	1980	USA	Si ha impresa familiare se un membro della famiglia fondatrice è uno degli amministratori principali dell'impresa.
McConaughy <i>et al.</i> (1998)	1987	USA	Si ha impresa familiare se il fondatore o un membro della famiglia fondatrice assumono il ruolo di CEO all'interno della società.
Anderson e Reeb (2003; 2004)	1992-1999	USA	Si ha impresa familiare quando una parte del capitale sociale di una impresa appartiene alla famiglia fondatrice e vi è la presenza dei membri della stessa nel board.
Anderson, Mansi e Reeb (2003)	1993-1998	USA	Si ha impresa familiare quando una parte del capitale sociale di una impresa appartiene al fondatore o ai membri della sua famiglia.

(continua)



(segue)

Perez-Gonzalez (2006)	1980-2001	USA	Si ha impresa familiare se due o più amministratori o azionisti hanno legami di sangue, se un individuo ha almeno il 5% delle azioni, se il fondatore è o è stato un amministratore della società.
Bennedsen <i>et al.</i> (2007)	1994-2002	Danimarca	Si ha impresa familiare ogni volta che l'amministratore entrante è imparentato per sangue o matrimonio all'amministratore uscente.
Gomez-Mejia <i>et al.</i> (2007)	1944-1998	Spagna	Si ha impresa familiare se la società è posseduta e gestita dalla famiglia fondatrice.
<b>Altro</b>			
Schulze <i>et al.</i> (2001); Schulze, Lubatkin e Dino (2003)	1995	USA	Si ha impresa familiare se una società è non quotata, ha almeno 5 milioni di dollari di vendite annue ed è inclusa nella lista di Arthur Andreson come impresa familiare.
Cronqvist e Nilsson (2003)	1991-1997	Svezia	Le famiglie fondatrici possono includere un solo individuo o un gruppo unito di individui che non appartengono alla stessa famiglia.

Fonte: adattata da Miller *et al.* (2007, pp. 832-835).

Astrachan e Shanker (2003) propongono una serie di definizioni di impresa familiare – ristretta, media e ampia – che considerano una partecipazione della famiglia via via più comprensiva. La definizione “ampia” identifica come family firm tutte le imprese in cui la famiglia controlla la direzione strategica<sup>4</sup> e partecipa alla gestione della società. La definizione “media” prevede come ulteriore criterio che il business sia gestito dal fondatore o da un suo discendente e che sia destinato a rimanere sotto il controllo della famiglia. Perché una family firm rientri nella definizione “ristretta” vi deve inoltre essere la partecipazione di generazioni multiple all’attività oltre all’assunzione di responsabilità manageriali da parte di più di un membro della famiglia.

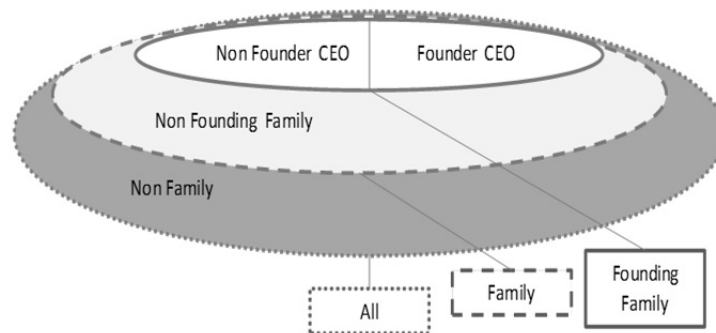
Qualsiasi definizione si scelga per definire le family firm, esse appaiono in ogni caso come un complesso sistema di relazioni tra due realtà profondamente differenti e altrimenti separate: l’impresa e la famiglia. Nel corso della trattazione, al fine di avere un punto di vista sulle imprese familiari che predilige il contesto italiano ma ugualmente applicabile ad altre realtà economiche, verrà utilizzata una definizione estesa del concetto di family firm, seguendo essenzialmente l’interpretazione più ampia fornita dalla dottrina aziendalistica (tra gli altri, Corbetta, 1995; Astrachan e Shanker, 2003). Il riferimento sarà quindi da ora in avanti a società possedute e gestite dai membri di una o più famiglie. In particolare, una impresa familiare è

<sup>4</sup> Per direzione strategica si intende la linea d’azione che conduce al raggiungimento degli obiettivi d’impresa.

una impresa in cui una o più famiglie tra loro legate da relazioni o alleanze detengono una quota del capitale e sono responsabili della governance e della gestione (i.e. società dove la direzione strategica è almeno in parte gestita o significativamente influenzata dai membri di una o più famiglie). Consistentemente con la letteratura di riferimento (Anderson e Reeb, 2003; Mengoli, Pazzaglia e Sapienza, 2013; Baschieri, Carosi e Mengoli, 2013) la categoria delle family firm è ulteriormente specificata ed in particolare sono considerate le c.d.:

- *founding family firm*, definite come quel sottoinsieme di imprese familiari in cui la famiglia fondatrice detiene una quota di controllo ed è coinvolta nella gestione del business. Esse sono contrapposte alle *non founding family firm*, ossia al sottoinsieme di imprese familiari in cui la famiglia proprietaria non è anche responsabile della fondazione dell'attività, che ha acquisito attraverso una transazione di mercato;
- *founder CEO family firm*, definite come quel sottoinsieme di *founding family firm* dove il fondatore è anche l'amministratore dell'attività (in qualità di CEO/amministratore delegato). Queste imprese si contrappongono alle *non founder CEO family firm*, ossia al sottoinsieme di *founding family firm* in cui la gestione è affidata a un membro della famiglia diverso dal fondatore (ad esempio a un suo discendente) o a un manager esterno alla famiglia.

Fig. 1.1 – Categorizzazione delle imprese familiari



Fonte: Baschieri, Carosi e Mengoli (2013)

La partecipazione dei membri di una famiglia alla gestione di una società in qualità di manager e/o proprietari definisce una serie di vantaggi e di punti di debolezza per l'impresa non riscontrabili in analoghe attività non

familiari. Da un lato infatti l'impresa è rafforzata dal particolare legame che i componenti della famiglia hanno nei confronti del business che spesso hanno contribuito a creare e dalla lealtà che gli stessi hanno gli uni nei confronti degli altri. Queste peculiari relazioni esulano da una mera logica di business e riducono il rischio di comportamenti opportunistici e fraudolenti a danno dei soci, dei finanziatori e dell'impresa stessa, volti ad esempio all'estrazione di benefici privati. Tuttavia, il sistema di relazioni tra impresa e famiglia può presentare problemi specifici, legati al fatto che le dinamiche aziendalistiche e quelle relative alla famiglia spesso non sono (o non riescono a raggiungere) in equilibrio.

### **1.1. Strategie di business e punti di forza**

Alla luce delle definizioni fornite dalla dottrina, le imprese familiari rappresentano un simbiotico e inscindibile "duo" che coniuga le necessità d'impresa – quali lo scopo di lucro ed il principio di economicità – ai valori della famiglia. La letteratura sottolinea come il connubio tra impresa e famiglia definisca l'esistenza di peculiarità non riscontrabili in analoghe non family firm. Molte ricerche hanno evidenziato, per esempio, che le imprese familiari registrano performance migliori rispetto ad analoghe imprese non familiari in termini di vendite, profitti e crescita (tra gli altri Leech e Leahy, 1991; Habbershon e Williams, 1999; Anderson e Reeb, 2003; Habbershon, Williams e MacMillan, 2003). In tal senso, un interessante studio di Thomson Financial<sup>5</sup> ha confrontato l'andamento di family e non family firm in sei paesi europei (i.e. Germania, Francia, Svizzera, Spagna, Inghilterra e Italia) creando un indice specifico per ogni tipologia societaria in ognuna delle economie indagate. La ricerca sottolinea che le family firm mostrano performance più elevate rispetto alle altre società in tutti i mercati oggetto di analisi. In particolare, in Germania l'indice delle imprese familiari è aumentato del 206% nel periodo oggetto d'indagine (i.e. da dicembre 1993 a dicembre 2003), mentre le azioni relative ad imprese non familiari hanno guadagnato "solo" il 47%. Un andamento simile è stato registrato anche per le società localizzate in Francia, Svizzera, Spagna, Inghilterra e Italia. L'elevata performance risulta come conseguenza dei punti di forza connotati e specifici alla tipologia d'impresa. Rispetto alle imprese non familiari, le family firm hanno infatti caratteristiche distintive che contribuiscono a

<sup>5</sup> Per ulteriori informazioni consultare l'url <http://thomsonreuters.com/>.

determinarne il successo permettendo loro di seguire strategie di business non convenzionali. Grazie alla fiducia sul futuro dell'attività, alla totale dedizione che la famiglia ha nei confronti della società che in molti casi ha fondato e ad una visione di lungo periodo, le imprese familiari possono “fare le cose in maniera diversa” rispetto ai competitor non familiari, realizzando così il proprio vantaggio competitivo.

#### *Strategie di business non convenzionali*

Secondo la teoria tradizionale, le imprese familiari hanno vantaggi evidenti nelle economie caratterizzate da sistemi di mercato inefficienti (Almeida e Wolfenzon, 2006). Ad esempio, l'esistenza di relazioni di fidelizzazione e paternalistica generosità consente alle family firm di attrarre con successo manager di professione anche quando l'offerta di professionisti è limitata (Farh e Cheng, 2000; Farh *et al.*, 2006; Pellegrini e Scandura, 2008). Ancora, la presenza di rapporti consolidati con il pubblico governo permette alle famiglie di sviluppare il proprio business attraverso legami professionali, favoritismi e supporto politico da parte della comunità anche laddove le licenze o le autorizzazioni sono distribuite con parsimonia e a discrezione delle amministrazioni locali (Morck e Yeung, 2003). Il sistema di governance non formale consente alle imprese familiari di modificare i propri obiettivi e cogliere opportunità attraverso procedure decisionali snelle e flessibili, soprattutto quando l'andamento del mercato dei beni di consumo è incostante.

La domanda che la teoria si è più recentemente posta è se le family firm riescano a rimanere concorrenziali anche in mercati efficienti e aperti, dove il processo di globalizzazione richiede di investire su larga scala risorse imponenti. L'evidenza empirica permette di dare in molti casi una risposta affermativa. La letteratura evidenzia infatti innumerevoli esempi di imprese familiari in grado di registrare performance finanziarie superiori a quelle di non family firm concorrenti grazie all'utilizzo sistematico di metodi di gestione del business non convenzionali, profondamente differenti da quelli messi in pratica dai competitor. Queste strategie di business includono:

- **compattezza strategica:** studi (Kets de Vries, 1993; Tagiuri e Davis, 1996; James, 1999; Laverty, 1996; Zahra, 2003; Miller e Le Breton-Miller, 2005) mostrano che – anche durante i periodi di recessione – le imprese controllate da famiglie presentano una stabilità maggiore nei propri investimenti strategici rispetto ad altre imprese quotate. Al fine di salvaguardare i profitti operativi correnti, le non family firm tendono infatti a ridurre le risorse destinate ad investimenti in grado di produrre benefici solo nel medio-lungo termine (per una review

sull'argomento di veda Marginson e McAulay, 2008). Anche in contesti economici in cui le non family firm sono disposte a sacrificare cassa a favore dei profitti contabili, le imprese familiari sono dunque in grado di prendere decisioni che generano investimenti a valore attuale netto positivo, massimizzando i flussi di cassa. Infine, studi mostrano che le imprese familiari sono meno disponibili a licenziare i propri dipendenti, a prescindere dalle performance finanziarie della società<sup>6</sup>;

- **diversificazione:** la diversificazione d'impresa può nascere dalla volontà dei manager di costruire i c.d. imperi (Graham, Lemmon e Wolf, 2002; Hope e Thomas, 2008). I manager possono infatti perseguire la diversificazione delle aree di business al solo scopo di garantire in primis a se stessi sicurezza lavorativa, di aumentare la propria retribuzione e di raggiungere lo status che deriva dall'essere a capo di un'azienda di elevate dimensioni. La teoria finanziaria e l'evidenza empirica hanno mostrato che la diversificazione a livello d'impresa non aumenta il valore della stessa (Berger e Ofek, 1995). Si pensi in tal senso al caso delle conglomerate statunitensi degli anni Sessanta, che dopo un periodo di elevate performance videro il loro valore diminuire rapidamente. Tra le cause del ribasso dei titoli vi era la sfiducia del mercato nella capacità di uno (o pochi) manager a capo una singola impresa di gestire business con caratteristiche tra loro profondamente differenti. In seguito al "fallimento" del concetto di diversificazione intra-impresa, la letteratura finanziaria ha evidenziato come l'obiettivo di ridurre il rischio specifico assunto dall'investitore possa essere più efficacemente raggiunto dal singolo tramite diversificazione di portafoglio (Markowitz, 1952; Merton, 1972).

Questo è particolarmente vero con riferimento ad imprese quotate a proprietà diffusa, mentre lo è meno se si considerano investimenti in imprese familiari. Infatti, le family firm che perseguono strategie interne di diversificazione delle aree di business mostrano performance sistematicamente migliori rispetto a quelle del mercato (Rumelt, 1974, 1982; Varadarajan e Ramanujam, 1987; Montgomery, 1985; Montgomery e Wernerfelt, 1988). Diverse sono le cause alla base di questa

<sup>6</sup> Si considerino in tal senso anche le statistiche del Dipartimento del Commercio degli Stati Uniti e in particolare la *Survey of Business Owners*, riferita all'anno 2007 e disponibile all'url <http://www.census.gov/econ/sbo/07menu>. In dettaglio, le statistiche sono presentate sulla base di genere, etnia, localizzazione spaziale, dimensione e settore in cui operano le imprese.

evidenza. In primis, quando un'attività è gestita dalla famiglia che la possiede è più difficile che siano messi in atto comportamenti opportunistici contrari agli interessi dell'impresa, che danneggerebbero per prima la famiglia controllante. In altre parole, la non separazione tra proprietà e controllo allinea gli interessi tra management e azionisti e riduce il rischio dei conflitti di agenzia (Jensen e Meckling, 1976; Fama e Jensen, 1983a). In questo contesto, la diversificazione intra-impresa è posta in essere non per ragioni opportunistiche, ma a vantaggio della strategia di business e a servizio della profittabilità dello stesso. Inoltre, le famiglie a capo di una family firm spesso concentrano la maggior parte della loro ricchezza in un unico investimento (i.e. l'impresa) che è relativamente poco liquido in quanto caratterizzato da costi di liquidazione molto elevati. La diversificazione riduce il rischio sopportato dalla famiglia e può ad esempio consentire la cessione di un singolo ramo di attività per soddisfare i fabbisogni economici della proprietà senza intaccare il core business della società. Ciò permette di raccogliere risorse senza mettere in discussione l'impegno e la dedizione della famiglia proprietaria nei confronti dell'impresa. Riassumendo, contrariamente a quanto accade per la maggior parte delle società non familiari, le family firm hanno spesso solidi motivi economici alla base delle loro strategie di diversificazione. Tanto più virtuosamente essa è posta in essere, quanto più le famiglie rimarranno impegnate nel lungo periodo a sostegno della società che possiedono, a vantaggio e beneficio della stessa;

- **integrazione verticale:** la teorica economica evidenzia pro e contro concernenti l'attuazione di strategie di integrazione verticale (Frova, 1980) e rileva che spesso gli aspetti negativi superano quelli positivi (Whinston, 2003; Hanson, 1996, Grossman e Hart, 1986; Monteverde e Teece, 1982). Al contrario, queste strategie sono spesse volte considerate profittevoli per le imprese familiari.

La teoria suggerisce che le imprese dovrebbero affidare a società esterne la gestione del maggior numero possibile di attività produttive. Questo permette infatti di porre tra loro in concorrenza gli offerenti i servizi/prodotti richiesti e di ottenere il miglior prodotto al miglior prezzo. In contesti in cui il mercato è competitivo, l'impresa appaltante riesce a guadagnare da una siffatta strategia. Di contro, l'internalizzazione di attività non centrali per lo svolgimento del business aumenta la burocrazia interna e le inefficienze ad essa collegate: un esempio in tal senso è l'antagonismo che si crea tra unità operative della stessa impresa in merito alla contrattazione dei prezzi e

alla qualità dei componenti prodotti. La società che pone in essere strategie di integrazione verticale è frequentemente costretta a creare costose infrastrutture per negoziare, gestire e mediare i conflitti tra divisioni interne. Il complesso processo di integrazione verticale è dunque in grado di produrre effettivi benefici in termini di flessibilità, coordinamento, controllo delle fasi di produzione e aumento dei profitti solo in assenza (o in caso di minimizzazione) del costo della procedura di integrazione verticale. L'evidenza empirica mostra come le family firm riescano meglio di altre imprese a porre in essere un tale, virtuoso meccanismo (Cadot, 2013). Infatti, la caratteristica unità interna e la presenza di una cultura d'impresa che si focalizza sul "bene comune" permette loro di raggiungere in modo efficiente l'obiettivo di integrazione verticale. Come per le strategie di diversificazione, anche riguardo alle procedure di integrazione verticale le imprese familiari possono sfruttare con successo strategie configgenti con le pratiche di business convenzionali;

- **prospettiva:** in generale, le imprese quotate cercano di gestire la propria strategia di business in modo da andare incontro alle aspettative degli analisti e degli investitori (siano essi professionali o meno) presenti sul mercato. Molti sono gli esempi d'impresa che hanno persino compromesso la propria etica per soddisfare (in maniera più o meno effettiva) le aspettative di mercato sugli utili (Farber, 2005). Per quanto convincente possa essere l'obiettivo di performance, i costi pagati per ottenerlo spesso sono maggiori dei benefici che ne derivano. Ad esempio, in determinati settori le imprese effettuano svendite sui prodotti quasi alla fine di ogni quadrimestre allo scopo di far coincidere il fatturato previsto per il bilancio del periodo con i ricavi effettivi (un esempio in tal senso è rappresentato dal settore automobilistico). Le family firm sono in grado di evitare molte delle pressioni volte al raggiungimento di obiettivi di breve periodo. Esse possono infatti "fare la cosa giusta" invece della "cosa attesa". Come già evidenziato, l'essere "diverse" da loro il vantaggio di ottenere benefici attraverso l'utilizzo di strategie di business non convenzionali. La teoria e l'evidenza empirica mostrano che in media le peculiarità proprie di questa tipologia di impresa si traducono nel lungo periodo in performance finanziarie superiori (Anderson e Reeb, 2003; Villalonga e Amit, 2006; Habbershon e Williams, 1999; Habbershon, Williams e MacMillan, 2003; Kang, 1999; Leech e Leahy, 1991; McConaughy *et al.*, 1998);

- **fantasia e flessibilità:** come più volte accennato, il possesso dell'impresa continuato nel tempo da parte della famiglia permette alle family firm di avere una visione di lungo periodo, un sistema di governance (cfr. paragrafo 1.4) e una fiducia nell'attività che consente loro di non seguire le strategie di business "tradizionali" a favore di peculiari metodi di gestione. La letteratura evidenzia come uno dei maggiori limiti proprio delle imprese familiari sia la loro chiusura nei confronti di finanziamenti esterni (Sirmon e Hitt, 2003; Fernandez e Nieto, 2006) e in generale la rigidità nel fare entrare "estranei" (i.e. individui che non fanno parte della famiglia) nella compagine sociale (Schulze *et al.*, 2001). L'assenza di finanziamenti in determinate circostanze può rivelarsi significativamente problematica (si pensi al caso in cui la family firm debba competere con altre imprese per acquisire una risorsa limitata e necessaria per la prosecuzione dell'attività). Tuttavia, la letteratura imprenditoriale e la storia di molte imprese familiari mostra altresì come la scarsità di risorse possa spingere verso la definizione di forme di business più creative ed efficienti o, talvolta, verso strategie finanziarie più conservative che si traducono in una riduzione del livello debito e in una maggiore liquidità (Anderson e Reeb, 2003; Daily e Dollinger, 1992; Gallo e Vilaseca, 1996). I membri della famiglia hanno in generale l'incentivo di aumentare l'efficienza nell'uso delle risorse dell'impresa con la quale condividono il destino (Durand e Vargas, 2003). Di contro, l'elevata liquidità (per un'analisi nel contesto italiano si veda Bigelli e Sánchez-Vidal, 2012) che spesso caratterizza le non family firm può definire comportamenti poco oculati, culminanti con l'assunzione di rischi poco o male valutati (tra gli altri Campello *et al.*, 2011).

Un altro aspetto peculiare delle imprese familiari spesso evidenziato come un elemento di debolezza è legato al fatto che queste sono frequentemente percepite come poco strutturate, poco gerarchizzate e non professionali (Chandler, 1990). Infatti, la cultura di lealtà, paternalismo e nepotismo interna alla famiglia viene interpretata come generatrice di una capacità manageriale non efficiente (Schulze, Lubatkin e Dino, 2003). Se questa visione non è necessariamente errata (cfr. paragrafo 1.2), è altrettanto vero che il perseguimento ad ogni costo di una "disciplina professionale" può compromettere ed in generale ridurre l'elasticità operativa e gestionale propria di questa tipologia societaria. La flessibilità decisionale legata alla possibilità di "fare la cosa giusta" può diventare preda dell'obbligo di fare "ciò che è atteso"; le decisioni di breve periodo rischiano di diventare più importanti di quelle a lungo



termine; l'opportunità di prendere decisioni rapidamente e di reagire in tempo reale a variazioni della situazione economica o di mercato senza dovere attendere che vengano espletati gli adempimenti formali e burocratici all'interno della catena gerarchica dell'attività può essere compromessa. In questa prospettiva, una delle più importanti sfide dei manager di una family firm è quella di comprendere e bilanciare i benefici della disciplina (i.e. definire una pianificazione strategica ed una struttura gerarchica formale) con i vantaggi della pazienza (i.e. evitare atteggiamenti "miopi" volti ad ottenere rendimenti immediati a discapito della performance di lungo periodo);

- **visione di lungo periodo:** una delle caratteristiche principali delle family firm è la presenza di lungo periodo della famiglia nella proprietà e nella gestione dell'impresa. A titolo di esempio, la famiglia DuPont ha conservato una partecipazione sostanziale (mai inferiore al 15%) nel capitale della società che porta il suo nome per oltre 200 anni. Le famiglie hanno per definizione un orizzonte temporale superiore a quello di altri investitori, che le incentiva ad investire in progetti a lungo termine in contrasto con la visione di breve periodo propria dei manager (Kets de Vries, 1993; Tagiuri e Davis, 1996; James, 1999; Laverty, 1996; Zahra, 2003; Miller e Le Breton-Miller, 2005). Su questa linea, James (1999) evidenzia che questa caratteristica delle imprese familiari definisce una maggiore efficienza degli impieghi a causa della volontà dei proprietari del business di tramandare lo stesso alle generazioni future: le family firm tendono sistematicamente ad allocare risorse in progetti a valore attuale netto positivo. Grazie all'orizzonte di lungo termine dei propri investimenti esse sono inclini a perseguire strategie di business più innovative (Sirmon e Hitt, 2003) e a destinare budget elevati in ricerca e sviluppo (Miller e Le Breton-Miller, 2005). Come in parte già evidenziato, la presenza di azionisti con aspettative non a breve termine riduce la "miopia" dei manager (Stein, 1989) e la probabilità di rifiutare progetti che creano valore principalmente (o esclusivamente) nel lungo termine allo scopo di sostenere gli utili correnti. Casson (1999) e Chami (1999) concordano con questi argomenti asserendo che le famiglie fondatrici vedono la propria impresa come un valore da consegnare ai propri discendenti e non come una ricchezza da consumare nel corso della vita. Ancora, la presenza prolungata della famiglia all'interno del business genera un forte effetto reputazionale che incentiva i manager appartenenti alla stessa a migliorare la performance di impresa (Anderson e Reeb, 2003).

In definitiva, una visione di lungo periodo consente alle family firm di realizzare e trarre beneficio da una strategia di business non convenzionale. Infatti, da un lato la partecipazione e la dedizione della famiglia proprietaria nei confronti del business creato permettono di cogliere maggiori opportunità di profitto rispetto a quanto possano fare imprese a proprietà diffusa che sono vincolate a dare periodicamente conto ai propri investitori dei traguardi raggiunti e della profittabilità registrata. Dall'altro, le famiglie sono preoccupate di mantenere la loro reputazione – spesso associata e confusa, quando non sovrapposta, con quella dell'impresa – e la loro influenza e rispettabilità nei confronti di parti terze. Il rapporto di lungo periodo che si crea con gli stakeholder – ossia con coloro che detengono un qualunque interesse nella società, ad esempio fornitori o finanziatori – fa sì che questi ultimi siano più propensi ad avere a che fare con amministratori di imprese familiari, con i quali è possibile semplificare le relazioni grazie ad una routine di business consolidata (Anderson e Reeb, 2003). La reputazione della famiglia crea per la family firm conseguenze economiche più durature rispetto a quelle esperite da imprese a proprietà diffusa, dove i manager cambiano periodicamente e le condizioni economiche e i rapporti lavorativi devono essere costantemente rinnovati.

Le parole di Robert Gerald Mondavi, fondatore di origine italiana (la famiglia, emigrata negli Stati Uniti, era originaria delle Marche) di una family firm – la Robert Mondavi Winery – famosa per avere aperto la strada ai vini di qualità made in USA, illustrano compiutamente l'importanza della presenza di una visione di lungo periodo all'interno di una impresa familiare: «Io e la mia famiglia abbiamo lavorato oltre trent'anni per imparare a fare il vino, per sviluppare la nostra rete di vendita e di distribuzione, per affermare il nostro nome e la nostra credibilità nel mercato, per dimostrare che meritiamo la posizione che ricopriamo attraverso la produzione anno dopo anno di un prodotto di qualità altissima. Ditemi quale conglomerata ha questa pazienza e dedizione! Bisogna ragionare in periodi di almeno cinque anni e per avere davvero successo è necessario pensare in periodi di dieci, persino venti anni – lunghi abbastanza per abbracciare la generazione successiva»<sup>7</sup>. Animato dallo stesso spirito Mondavi espresse il suo rammarico per la strategia di business messa in pratica dal fi-

<sup>7</sup> Per approfondimenti consultare l'articolo di John L. Ward (datato 1° aprile 2002) disponibile via web all'url <http://www.campdenfb.com>.

glio, che enfatizzava le qualità di vino meno pregiate danneggiando la reputazione dell'azienda: «Dobbiamo riprenderci la nostra immagine e ci vorrà del tempo»<sup>8</sup>. Similmente, Brunello Cucinelli, fondatore di una delle imprese familiari di maggior successo in Italia, consacrato dalla stampa come imperatore del cachemire e creatore di uno dei brand globali del lusso, afferma «C'è il piano aziendale a tre anni ma c'è anche un piano a trecento anni. Serve anche quello»<sup>9</sup>. Gli stessi sentimenti sono esplicitamente condivisi dai componenti della Durst Organization, una delle più antiche imprese immobiliari della città di New York, di proprietà e attualmente gestita dalla terza generazione della famiglia Durst. Uno degli amministratori, Douglas Durst, afferma: «[...] poiché questa è un'impresa familiare non stiamo pensando a domani o alla settimana prossima. Stiamo pensando ai nostri figli e nipoti e di conseguenza sviluppiamo edifici e iniziamo a progettarli venti o trenta anni prima che siano effettivamente costruiti»<sup>10</sup>;

- **fiducia**: la fiducia è un importante meccanismo di governo delle transazioni economiche e organizzative (Mayer, Davis e Schoorman, 1995; Bradach e Eccles, 1989; Ring e Van De Ven, 1992; Rousseau *et al.*, 1998). Per definizione, la nozione di famiglia implica l'esistenza di legami basati proprio sulla fiducia che, se usati efficacemente, possono diventare un vantaggio strategico per una family firm (Steier, 2001b). La fiducia rende infatti possibile l'attuazione di una strategia di lungo termine (tra gli altri, Bradach e Eccles, 1989). Senza di essa, le family firm non rischierebbero di perdere il profitto di breve a favore di quello di lungo periodo (Zahra, 2003). Il “fare la cosa giusta”, l'aver una strategia che darà risultati solo in futuro genera infatti incertezza nell'attività e può incentivare a porre in essere strategie meno redditizie ma con risultati immediati. L'unico modo per non cadere nella trappola – realizzando le sopraccitate strategie di business “miopi” (Stein, 1989) – è appunto quello di creare una situazione di forte fiducia interpersonale tra i partecipanti all'attività di famiglia. La fiducia minimizza inoltre i costi di transazione interni

<sup>8</sup> Intervista rilasciata a Frank J. Prial per il *New York Times* (articolo datato 2 luglio 2003), disponibile via web all'url [www.nytimes.com](http://www.nytimes.com).

<sup>9</sup> Intervista rilasciata al settimanale *Panorama* (articolo datato 12 gennaio 2012), disponibile via web all'url <http://economia.panorama.it>.

<sup>10</sup> Per approfondimenti consultare l'articolo di David Samuels (datato 10 agosto 1997) disponibile via web all'url [www.nytimes.com](http://www.nytimes.com).

all'impresa in quanto riduce il costo di monitoraggio allo stesso tempo fornendo garanzie contro comportamenti opportunistici (Steier, 2001). Essa giustifica dunque una visione di lungo termine e permette di sviluppare strategie di business non convenzionali. I vantaggi dell'integrazione verticale, ad esempio, possono essere costruiti solo su una cultura d'impresa basata sulla fiducia. Allo stesso modo, la gestione di un business diversificato richiede fiducia tra unità operative e impresa al vertice. In altri termini, la fiducia definisce una sorta di "loop" all'interno della family firm, in quanto rappresenta contemporaneamente un mezzo per catturarne i vantaggi competitivi peculiari ed un fine cui le stesse tendono;

- **governance:** la concentrazione della struttura proprietaria permette alle famiglie controllanti di ridurre il rischio di conflitti di agenzia (Jensen e Meckling, 1976) e soprattutto il pericolo che i manager (che non sempre sono componenti della famiglia) pongano in essere comportamenti opportunistici volti all'estrazione di benefici privati. Infatti, la storica presenza della famiglia nell'impresa pone i componenti della stessa in una posizione ottimale per monitorare ed influenzare la gestione del business. Demsetz e Lehn (1985) osservano come investitori non diversificati (ad esempio le famiglie) abbiano incentivi economici sostanziali a ridurre i conflitti di agenzia e a massimizzare il valore della società. Nello specifico, poiché la ricchezza della famiglia è strettamente legata al "benessere" dell'impresa, le famiglie hanno particolare interesse a monitorare il comportamento degli amministratori. Il monitoraggio richiede la conoscenza delle tecnologie utilizzate dall'impresa che le famiglie, grazie alla posizione di lungo periodo all'interno dell'attività, riescono ad avere e ad approfondire continuamente sfruttando curve di apprendimento. Un buon sistema di governance (cfr. paragrafo 1.4) definisce all'interno della family firm i ruoli, le responsabilità e le relazioni tra la proprietà, il management e in generale gli stakeholder dell'impresa. Una relazione onesta tra proprietà e management crea fiducia nell'impresa e tra gli stakeholder e consente ai manager di porre in essere strategie di business non convenzionali. La fiducia nel sistema di governance assieme alla presenza di una buona governance diventano di conseguenza i vantaggi competitivi di maggior valore delle family firm (Ring e Van De Ven, 1992). Senza di esse le strategie di business non convenzionali diventano vittime della mancanza di un ritorno di breve periodo e contribuiscono ad alimentare sospetti su potenziali comportamenti opportunistici posti in essere dal management. Ciò inevitabilmente riporta le imprese familiari a una

forma societaria tradizionale quale quella tipica delle non family firm e annulla tutti i possibili punti di forza che le imprese familiari possono sfruttare alla luce delle caratteristiche loro peculiari.

#### *Elementi caratterizzanti*

L'insieme delle suddette caratteristiche e strategie di business non convenzionali possono essere sfruttate e realizzate dalle family firm solo in virtù dell'esistenza di alcuni fattori caratterizzanti. Questi sono spesso interdipendenti e difficilmente scindibili e possono essere riassunti in:

- **impegno:** la famiglia, in quanto proprietaria e spesso fondatrice dell'attività, mostra una elevata passione e dedizione nel cercare di fare fiorire e crescere l'impresa per tramandare la proprietà alle generazioni future. La maggior parte dei membri delle famiglie si identifica con l'impresa, che spesso porta il nome del fondatore. Anche per questo, il fondatore e i suoi parenti sono disposti a lavorare più intensamente e a reinvestire parte dei profitti per permettere all'attività di prosperare nel lungo periodo;
- **continuità nella conoscenza:** una priorità delle imprese-famiglie è tramandare alle generazioni future la conoscenza, l'esperienza e le capacità imprenditoriali accumulate nel tempo. Moltissimi componenti delle famiglie proprietarie – soprattutto se appartenenti a generazioni successive a quella del fondatore – partecipano alla gestione d'impresa e vivono quotidianamente le problematiche e le opportunità legate al business sin dalla giovane età. Si pensi in tal senso ad esempio alle società di piccole dimensioni in cui il fondatore e la moglie sono impegnati a tempo pieno nella gestione dell'attività e sono di conseguenza “obbligati” a portare in azienda i figli – soprattutto se in tenera età – già dal doposcuola (Iannarelli, 1992). Questo aspetto non può fare altro che aumentare il livello di impegno e di affezione al business da parte delle generazioni future che sono più o meno letteralmente “cresciute in azienda” e fornisce loro gli strumenti necessari per dirigere l'attività. Questi strumenti non hanno a che vedere con la cultura scolastica ma non di meno sono fondamentali per diventare imprenditori di successo. Essi raccolgono infatti l'importante insieme di conoscenze, il bagaglio di esperienze, la capacità di ascoltare e capire i problemi, di relazionarsi con il dipendente interno all'impresa e con il collaboratore esterno alla stessa. L'esperienza permette di distinguere il problema dal falso allarme e fornisce la stabilità emotiva e la freddezza che serve ad un buon am-

ministratore per comprendere le priorità del business senza cadere in trappole causate da una eccessiva impressionabilità;

- **orgoglio e reputazione:** le famiglie a capo di family firm vedono il proprio nome e la loro reputazione associata ai prodotti o servizi che offrono (Ward, 2004; Bubolz, 2001). Esse si identificano con l'impresa e tendono a vedere la sua performance come una estensione del proprio benessere (Davis, Schoorman e Donaldson, 1997). Per questo si battono quotidianamente per aumentare la qualità del proprio output e per mantenere una buona relazione con i loro partner, siano essi fornitori, clienti, dipendenti o la comunità locale in cui l'impresa opera. Questo aspetto genera un peculiare intreccio di relazioni proprio delle attività familiari che si trovano al centro di una rete sociale caratterizzata da un simbiotico e continuo interscambio con la comunità locale. Impresa, famiglia e territorio arrivano a confondersi, l'uno diventa manifestazione e necessità dell'altro e viceversa, generando vantaggi e ponendo limiti all'attività (Astrachan, Klein e Smyrnios, 2002). La peculiarità del rapporto che si crea e la difficoltà oggettiva nel separare i vantaggi di questo connubio dai suoi stessi limiti, rendono inevitabile per la conservazione del filo logico del discorso la presenza di una sezione ad esso dedicata (cfr. paragrafo 1.3).

## 1.2. Elementi di debolezza

Se la letteratura finanziaria è essenzialmente concorde nel riconoscere che gli elementi peculiari delle family firm consentono loro di trarre vantaggio da strategie di business non convenzionali, una parte dell'accademia ha altresì evidenziato come il controllo d'impresa da parte di una famiglia definisca una struttura proprietaria meno efficiente e protettiva nei confronti delle minoranze rispetto a quanto riscontrato per le non family firm. Infatti, attraverso il possesso di una parte sostanziale dei diritti di voto le famiglie hanno l'incentivo ed il potere di porre in essere azioni che vanno a proprio personale vantaggio (si pensi ad esempio all'estrazione di benefici privati) e a discapito della performance societaria. In tal senso, Fama e Jensen (1983a, 1983b) mostrano che la combinazione di proprietà e controllo nelle mani di pochi individui consente agli azionisti di maggioranza di scambiare profitti d'impresa con rendite private. In uno studio successivo, Fama e Jensen (1985) evidenziano che azionisti non diversificati ed investitori di minoranza utilizzano differenti criteri di valutazione degli impieghi. Le minoranze, infatti, definiscono un investimento come profittevole se

permette la massimizzazione dei flussi di cassa della società e, di conseguenza, del valore della stessa<sup>11</sup>. Gli azionisti di maggioranza, al contrario, traggono maggior profitto dal perseguimento di obiettivi non necessariamente finalizzati ad aumentare nel breve termine il valore dei titoli, e legati ad esempio alla sopravvivenza dell'impresa nel lungo periodo o alla capacità di produrre innovazione tecnologica. Sulla stessa linea Demsetz (1983) sottolinea che gli azionisti di maggioranza possono preferire rendite di tipo non monetario, talvolta distraendo risorse scarse da progetti profittevoli. Secondo Barclay e Holderness (1989) la presenza di pacchetti azionari di elevate dimensioni diminuisce la probabilità di acquisizioni da parte di investitori esterni, riducendo di conseguenza il valore dell'impresa. Il premio associato ad azioni che conferiscono il diritto di controllo<sup>12</sup> fornirebbe evidenza empirica del tentativo degli azionisti di maggioranza di estrarre benefici privati a discapito delle minoranze (Shleifer e Vishny, 1997).

Le famiglie possono espropriare ricchezza all'impresa in molti modi: conferendosi compensi eccessivi, compiendo operazioni con parti correlate ovvero distribuendo dividendi straordinari (si veda a tale proposito Murgia, 1993). A titolo di esempio, un recente piano di ricapitalizzazione posto in essere dalla Ford Motor Company ha aumentato il potere di voto della famiglia senza dare adeguata compensazione agli altri azionisti dell'impresa. Numerose sono state – in seguito all'operazione – le critiche su come il consiglio di amministrazione abbia favorito la famiglia fondatrice a spese degli altri soci (Schack, 2001). DeAngelo e DeAngelo (2000) forniscono evidenza sul fatto che la volontà della famiglia di distribuir(si) dividendi straordinari influenza la performance d'impresa generando un basso rendimento operativo e la riduzione del valore di mercato delle azioni. In aggiunta, Shleifer e Summers (1988) e Burkart, Panunzi e Shleifer (2003) mostrano che le famiglie hanno incentivo a ridistribuire le rendite dai dipendenti a se stesse. In generale, società caratterizzate da una struttura proprietaria concentrata quali le family firm rischiano di perdere opportunità di profitto a causa dell'incapacità degli azionisti di maggioranza di tenere distinti (o, perlomeno, di trovare un equilibrio tra) gli obiettivi della famiglia e da quelli dell'impresa (e di conseguenza, dei soci di minoranza).

Un altro fattore in grado di penalizzare la performance delle family firm è legato al fatto che di frequente è (implicitamente) concessa la possibilità di

<sup>11</sup> Per una disamina sui metodi di valutazione d'impresa si veda, tra gli altri, Buttignon e Sostero (2001), Cappelletto (2004), Palomba (2008) e Brealey *et al.* (2011).

<sup>12</sup> Per un approfondimento sul tema si veda Bigelli, Mehrotra e Rau (2011), Bigelli e Mengoli (2011) e Bigelli e Croci (2013).

ricoprire posizioni apicali (e.g. il ruolo di amministratore delegato, presidente ecc.) per la gestione del business ai soli componenti delle famiglie proprietarie (Ward, 1991; Yen, 1994; Dunn, 1995; Larsson e Melin, 1997; Sirmon e Hitt, 2003; Lee, 2006). Ciò definisce un ristretto gruppo di individui che possono apportare all'impresa capacità manageriali, potenzialmente generando una situazione di svantaggio competitivo rispetto ad analoghe società non familiari. La letteratura ha evidenziato due specifici punti di criticità legati a questo particolare aspetto. In primis, attraverso la presenza nel board la famiglia può più facilmente allineare gli obiettivi dell'impresa ai propri (Gallo, 1993; Anderson, Mansi e Reeb, 2003; Voordeckers, Gils e van den Heuvel, 2007), enfatizzando di conseguenza i sopracitati potenziali effetti negativi legati all'estrazione di benefici privati. In linea con questo punto di vista, Demsetz e Lehn (1985) argomentano che le famiglie sono più favorevoli ad occupare posizioni apicali nelle imprese quando attraverso esse riescono meglio a soddisfare i propri obiettivi di consumo. In secondo luogo, l'imposizione di membri della famiglia all'interno del consiglio di amministrazione de facto implica un costo-opportunità derivante dall'esclusione dal consiglio di manager esterni più capaci, istruiti e professionali. A conferma di ciò, l'evidenza empirica mostra che molte imprese di successo sotto la guida del fondatore hanno vissuto momenti di difficoltà sotto quella dei suoi discendenti. Studi condotti su piccole imprese non quotate suggeriscono che la preferenza del fondatore verso l'entrata nell'impresa di altri membri della famiglia determina investimenti inefficienti e una ridotta profittabilità (Singell, 1997). In linea con questi argomenti Gomez-Mejia, Nunez-Nickel e Gutierrez (2001) evidenziano che le imprese familiari in Spagna sono caratterizzate da un maggiore consolidamento manageriale rispetto ad analoghe società a proprietà diffusa. In aggiunta, gli autori mostrano che amministratori delegati appartenenti alla famiglia si sentono meno obbligati nei confronti degli azionisti di minoranza rispetto a manager di professione. L'assunzione di incarichi gestionali da parte di membri della famiglia genera inoltre risentimento e rancore da parte degli amministratori esterni che percepiscono la carica dei primi come non meritocraticamente ottenuta (Schulze *et al.*, 2001). Ancora, società con amministratori interni mostrano un costo del debito superiore a quello di family firm gestite da manager esterni, sebbene comunque inferiore a quello sostenuto da imprese non familiari (Anderson, Mansi e Reeb, 2003). Alla luce dei risultati di alcune ricerche, quando i fondatori sono anche amministratori (c.d. "founder CEO"), l'impresa presenta inizialmente performance elevate e successivamente rendimenti decrescenti (Johnson *et al.*, 1985; Morck, Shleifer e Vishny, 1988). Infatti, uno dei maggiori costi che gli azionisti di maggioranza possono imporre all'impresa che detengono è il ri-



manere attivi nel management anche quando non sono più competenti e qualificati per gestire il business e le sue evoluzioni (si veda in tal senso Alderfer, 1988; Shleifer e Vishny, 1997). Implicazione di ciò è che le imprese familiari più “vecchie” talvolta presentano performance persino peggiori.

In generale, la letteratura mostra che gli azionisti di maggioranza – i.e. le famiglie fondatrici – si assicurano che il management serva i loro interessi personali (DeAngelo e DeAngelo, 2000). Su questa linea, Demsetz e Lehn (1985) descrivono circostanze particolari in cui le famiglie hanno ottenuto benefici personali non di carattere economico influenzando le politiche di gestione dell’impresa. Ad esempio, prendendo in considerazione due importanti società – la Walt Disney e la Gulf e Western – gli autori evidenziano che il prezzo di mercato delle loro azioni aumentò marcatamente alla morte dei fondatori. Secondo quanto riportato, il prezzo dei titoli delle imprese era stato spinto al ribasso a causa di politiche “egoistiche” dei fondatori che cercavano di ottenere benefici personali attraverso le società che possedevano. Queste politiche nascevano ad esempio dalla volontà di Walt Disney di non concedere a reti televisive molti dei film da lui prodotti e dalla volontà di Charles Bluhdorn – fondatore della Gulf e Western – di utilizzare l’impresa come mezzo per detenere un sostanzioso portafoglio di titoli di altre attività. La comunità finanziaria sosteneva che tutte le politiche di business di cui sopra derivassero da preferenze personali dell’allora proprietario-amministratore e non fossero dettate dall’obiettivo di massimizzazione del valore delle società. In breve, dopo la morte di Disney e Bluhdorn il prezzo dei titoli aumentò rispettivamente del 25 e del 42%. Gli esempi evidenziano come le strategie che massimizzano l’utilità personale delle famiglie di fatto possano condurre a metodi di gestione del business non efficienti e ad una riduzione globale della redditività aziendale.

Nel complesso, gli studi citati mettono in luce quella parte della letteratura finanziaria che sottolinea come la proprietà continuata nel tempo di un’impresa da parte di una sola famiglia sia una forma organizzativa che – in contrasto con quanto riportato nel paragrafo 1.1 – può generare mediocri performance (tra gli altri Morck, Nakamura e Shivdasani, 2000).

### **1.3. Reti sociali**

La letteratura finanziaria mostra che le imprese familiari hanno legami più forti con le comunità locali e sono maggiormente inserite nel tessuto economico e sociale dell’area in cui hanno sede rispetto ad analoghe non family firm (Astrachan, 1988; Déniz e Cabrera Suárez, 2005; Fuller e Tian, 2006;

Miller e Le Breton-Miller, 2003). In particolare, il livello e la qualità delle reti sociali che vedono la famiglia-impresa al centro di un profondo e continuo interscambio con la comunità locale variano al variare della tipologia di impresa familiare (Salvato e Moores, 2010; Sharma, 2004). Il processo attraverso cui la famiglia ottiene il controllo del business è infatti un fattore chiave nel definire le caratteristiche del rapporto tra società e impresa. Ad esempio, la creazione dell'attività inculca sia nel fondatore sia nelle generazioni a lui successive un senso di identificazione con l'impresa e la comunità locale – assieme ad un istinto di salvaguardia e mantenimento dell'azienda stessa – più profondo rispetto a quello percepito dai componenti di una famiglia che acquisisce attraverso una transazione di mercato una società già avviata da altri. In altri termini, imprese create dalla famiglia (i.e. *founding family firm*) hanno legami più forti con le comunità locali rispetto a imprese successivamente acquisite da una famiglia (i.e. *non founding family firm*).

#### *Il caso Ford*

La peculiare interrelazione esistente tra le *founding family firm* e la comunità locale è ben rappresentata dal caso della Ford Motor Company. Il 16 giugno 1903 Henry Ford scelse di fondare la sua impresa nel piccolo villaggio di Dearborn, Michigan, dove nacque nel 1863. Dopo 35 anni profittevolmente spesi a creare prodotti di qualità a basso costo grazie all'introduzione di nuove forme di organizzazione del lavoro, nel 1938 Ford lasciò al suo unico figlio Edsel la guida dell'impresa. Nonostante il cambio al vertice, da dietro le quinte il patriarca continuò ugualmente a controllare l'attività, di fatto privando di sostanza la carica attribuita al figlio. In seguito alla prematura scomparsa di Edsel, Henry Ford decise che – fino al compimento del trentaduesimo anno dei nipoti – la gestione della società sarebbe stata affidata all'ex capo della sicurezza interna Harry Bennett, suo amico e uomo di fiducia. La decisione del patriarca contrariò pesantemente Clara, sua moglie, ed Eleanor, sua nuora, la quale incolpava Bennett della morte prematura del marito. Il disaccordo familiare si risolse nel 1945 con l'assunzione della carica di presidente da parte del nipote ventottenne del fondatore, Henry Ford II. Prima ancora di avviare un importante processo di ristrutturazione dell'impresa, il nuovo presidente licenziò Bennett. Sembra che quest'ultimo prima di essere mandato via gli disse:

Stai prendendo il comando di un'impresa miliardaria per la costruzione della quale non hai fatto una singola cosa<sup>13</sup>.

<sup>13</sup> Steven Watts, 2006, *The People's Tycoon: Henry Ford and the American Century*, Random House, New York, p. 527.

sottolineando, di fatto, il non meritocratico ottenimento dell'importante ruolo. Il successo raggiunto negli anni su scala globale dalla Ford Motor Company è stato immenso: la società è una delle più grandi e profittevoli imprese familiari di sempre e ancora oggi conta oltre 170 mila dipendenti in tutto il mondo. Nonostante l'impresa sia attualmente quotata al New York Stock Exchange, la storia mostra come il suo controllo sia – seppure attraverso una quota di minoranza<sup>14</sup> – ancora oggi nelle mani della famiglia Ford: William Clay Ford Junior, pronipote di Henry Ford, è il presidente del consiglio di amministrazione ed è stato fino al 2006 presidente, amministratore delegato e direttore operativo dell'impresa (ruoli oggi ricoperti da Alan Roger Mulally grazie alla decisione dello stesso William Clay Ford Junior di assumere, al suo posto, un outsider); Edsel Bryant Ford II, altro pronipote di Henry Ford e cugino di William Clay Ford Junior, siede invece nel consiglio di amministrazione.

In rispetto alle origini e alla volontà del patriarca, il quartiere generale della società è tutt'oggi mantenuto nella piccola cittadina (ove risiedono meno di 90 mila abitanti) che diede i natali al fondatore. Il legame dell'impresa con la comunità locale non si è limitato alla volontà della famiglia di non trasferire la sede della Ford dalla piccola Dearborn ad un centro abitato di maggiori dimensioni e dotato di infrastrutture più adatte ad una realtà imprenditoriale di grandi dimensioni (e.g. la vicina Detroit). Ad esempio, il mantenimento del quartiere generale nel luogo di nascita di Henry Ford ha contribuito a creare prosperità e ricchezza nell'area e ha generato costanti opportunità lavorative per la popolazione locale che si è negli anni “fidelizzata” all'impresa e specializzata nel settore automobilistico, in un simbiotico rapporto tra impresa-famiglia e comunità. Una parte consistente dei membri della comunità locale ha trovato occupazione presso la Ford Motor Company e grazie ad essa (e all'indotto che ruota attorno alla stessa Ford) si è arricchita ed ha prosperato negli anni. Ancora, già nel

<sup>14</sup> Un articolo pubblicato su *Forbes*: “Ford Family's Stake Is Smaller, But They're Richer And Still Firmly In Control” il 12 febbraio 2010 mostra come gli eredi di Henry Ford detengano oggi la più piccola quota dell'impresa che sia mai stata in capo alla famiglia del fondatore, nonostante la loro influenza sia forte almeno quanto in passato. A causa dell'emissione di nuove azioni, la percentuale delle azioni detenute dalla famiglia si è infatti gradualmente ridotta a partire dal 1956, anno in cui la società si quotò sul New York Stock Exchange. La diluizione è avvenuta progressivamente, con una sostenuta accelerazione a partire dal 2000 in seguito ad un complesso intervento di ricapitalizzazione della società. Oggi 86 membri del clan Ford detengono meno del 2% del capitale dell'impresa anche se continuano ad esercitare il controllo con il 40% dei diritti di voto grazie ad una speciale categoria di azioni (71 milioni di azioni c.d. di Classe B). In merito alla separazione tra proprietà e controllo consultare, tra gli altri, Belcredi e Caprio (2004).

1936, appena 33 anni dopo la fondazione della società, Edsel Ford donò 25 mila dollari per costituire la fondazione Ford. Nei suoi primi anni di vita la fondazione operò sotto la leadership della famiglia fondatrice in primis nella zona circostante Dearborn e più in generale in Michigan. Scopo originario della fondazione era utilizzare le proprie risorse per «fini scientifici, educativi e caritatevoli, per promuovere il pubblico benessere»<sup>15</sup>. Animato da questo spirito l'ente filantropico concesse donazioni a svariate associazioni. A titolo di esempio, nel 1940 furono donati 1,1 milioni di dollari all'Istituto Edison per la costruzione del Museo Nazionale sull'Innovazione Americana, oggi conosciuto come Museo Henry Ford e situato – non sorprendentemente – a Dearborn. Le parole dello stesso Henry Ford descrivono compiutamente lo spirito del museo:

Sto raccogliendo la storia della nostra gente così come è scritta nelle cose che le loro mani hanno creato e utilizzato<sup>16</sup>.

La fondazione non si limitò a promuovere il museo della città di Dearborn. Subito dopo la morte di Edsel (nel 1943) ed Henry Ford (nel 1947), che grazie ai loro lasciti resero la fondazione il più grande istituto filantropico del mondo, la leadership fu assunta da Henry II. Il neopresidente commissionò ad un pannello di esperti il compito di esplorare come la fondazione potesse utilizzare le sue considerevoli risorse. Immediatamente furono fatte donazioni per supportare le telecomunicazioni pubbliche tramite la costituzione del “Radio-Television Workshop” che già tra il 1951 e il 1956 produsse svariati programmi. Successivamente, la fondazione sovvenzionò lo sviluppo di stazioni televisive pubbliche locali, canali educativi e palinsesti innovativi che innalzarono il livello di alfabetizzazione della popolazione dell'area fornendo un valido aiuto a tutti coloro che desideravano migliorare la loro istruzione. Ancora una volta, l'impresa-famiglia restituiva idealmente alla comunità locale parte della ricchezza tramite essa ottenuta.

Come già menzionato, nella prima metà del Novecento la zona di Detroit era in prima linea nella rivoluzione industriale-manifatturiera del periodo grazie alla pionieristica industria automobilistica di Dearborn. Con la consistente forza lavoro generata dalle crescenti necessità di manodopera (più o meno specializzata) della Ford e la popolazione dell'area che prosperava rapidamente, anche le necessità di assistenza medico-sanitaria aumen-

<sup>15</sup> Per ulteriori dettagli si rimanda alla pagina web del Museo Henry Ford, disponibile all'url [www.thehenryford.org](http://www.thehenryford.org).

<sup>16</sup> Per approfondimenti consultare l'url [www.thehenryford.org](http://www.thehenryford.org).

tarono. Henry Ford comprendeva perfettamente l'importanza di mantenere i componenti della comunità locale in salute e produttivi e, di conseguenza, concepì l'idea di creare un sistema di assistenza sanitaria per la popolazione dell'area ed un ospedale per i suoi dipendenti. Fondato nel 1915, il Sistema Sanitario Henry Ford è una società non profit e ancora oggi è uno dei principali istituti sanitari della nazione. Con oltre 23 mila dipendenti, il Sistema Sanitario Henry Ford è attualmente il quinto maggiore datore di lavoro nell'area metropolitana di Detroit, genera una leva economica superiore a 1,7 miliardi di dollari l'anno, fornisce assistenza sanitaria ad oltre un milione di residenti nel sud-est del Michigan e nei fatti è uno di punti di riferimento economici dell'intero stato<sup>17</sup>. In aggiunta, il Sistema Sanitario Henry Ford fornisce assicurazione sanitaria a oltre 500 mila persone attraverso i suoi schemi di assistenza e di assicurazione sulla vita e sulla salute. Tra i valori elencati nel sito web dell'impresa si legge:

Serviamo i nostri pazienti e la nostra comunità attraverso azioni che dimostrano sempre [...] una coscienza sociale.

Il desiderio di Henry Ford di contribuire al benessere della comunità locale, è espresso in maniera più che esplicita da un episodio legato proprio al sistema di assistenza sanitaria da lui creato. Nel 1909 la Detroit General Hospital Association, che vedeva Henry Ford in qualità di presidente, si organizzò al fine di progettare e costruire l'Ospedale Generale della città di Detroit (i.e. Detroit General Hospital). In seguito all'approvazione del progetto, che si ispirava agli ospedali più importanti e all'avanguardia dell'Europa e degli Stati Uniti, nel 1912 furono avviati i lavori di costruzione. Purtroppo, poco tempo dopo l'inizio dei lavori i finanziamenti ottenuti si rivelarono insufficienti per portare a termine l'operazione. Per 18 mesi le fondamenta dell'edificio rimasero incomplete, fino a quando fu suggerito alla città di Detroit di rilevare l'intero progetto. Henry Ford però obiettò e si offrì di ripagare i sottoscrittori iniziali, di assumersi i debiti pendenti ed i contratti relativi alla costruzione. La sua offerta fu accettata e già nel 1914 l'attuale sito dell'ospedale Henry Ford diventò di proprietà di Henry e Clara Ford.

Nel caso della Ford Motor Company, il Sistema Sanitario Henry Ford, la fondazione Ford così come la creazione di scuole e college (ad esempio l'Henry Ford Community College, il cui direttore emerito è Edsel Bryant

<sup>17</sup> Per ulteriori informazioni consultare il sito web del Sistema Sanitario Henry Ford, disponibile all'url [www.henryford.com](http://www.henryford.com).

Ford II) rappresentano solo alcuni esempi di opere che – andando oltre il mero rapporto tra datore di lavoro e impiegato – sancirono il legame simbiotico tra l'impresa-famiglia e la comunità locale. Esse infatti generarono una complessa rete di relazioni e arricchirono la popolazione del luogo grazie alla creazione di posti di lavoro e alla definizione di un sistema di welfare a 360 gradi facente capo in ogni caso alla famiglia Ford. Questo complesso insieme di attività concretizzò la filosofia di vita del fondatore della dinastia, riassumibile attraverso una delle sue più famose massime:

Gli affari che producono solo soldi sono affari poveri<sup>18</sup>.

#### *La Durst Organization*

Il legame con il territorio che caratterizza la sopraccitata storia della famiglia e dell'impresa Ford è un elemento peculiare di moltissime altre family firm, statunitensi e non. La Durst Organization, una delle più antiche imprese immobiliari della città di New York, fornisce un ulteriore esempio di affezione tra impresa e comunità locale. Douglas Durst, uno dei discendenti del fondatore e attualmente amministratore dell'impresa è infatti direttore della New School (Università con sede a New York), del Trust for Public Land (organizzazione non profit con lo scopo di conservare e custodire il territorio e creare parchi ed aree verdi), del Project for Public Spaces (organizzazione non profit con sede a New York dedicata alla creazione e al mantenimento di luoghi pubblici attraverso un approccio che predilige il dialogo con la comunità locale per comprenderne le necessità e i desideri) e del Roundabout Theatre Company (impresa non profit che gestisce cinque teatri nell'area di Manhattan, New York). Assieme ad altri membri della famiglia Durst, egli è anche membro del consiglio di amministrazione della Old York Foundation, fondata da suo padre Seymour Durst allo scopo di aiutare le persone a comprendere la storia e i problemi della città di New York<sup>19</sup>. In aggiunta, Douglas Durst è un prominente ambientalista e gestisce le McEnroe Farm, una delle più grandi aziende agricole biologiche dello stato di New York. Durst acquistò il territorio dove oggi sorge la McEnroe Farm, 100 miglia a nord di Manhattan, nel 1987 per utilizzare lo sterco dei suoi cavalli in modo eco-compatibile. Oggi la tenuta è nel primo quartiere delle fattorie biologiche degli Stati Uniti<sup>20</sup>.

<sup>18</sup> Henry Ford, *News Journal*, 3 agosto 1965.

<sup>19</sup> Per ulteriori informazioni consultare l'url <http://www.durst.org>.

<sup>20</sup> Per approfondimenti consultare l'articolo di Sarah Bradshaw (datato 12 settembre 2009) disponibile via web all'url <http://www.poughkeepsiejournal.com>.

Tutti noi crescendo siamo stati coinvolti non solo nel settore immobiliare ma con New York e le sue attività<sup>21</sup>.

afferma Durst.

#### *Filantropia e Corporate Social Responsibility*

Gli esempi della Ford Motor Company e della Durst Organization ben rappresentano da un punto di vista empirico quanto evidenziato teoricamente dalla letteratura economico-finanziaria. Essa rileva infatti che le imprese familiari sono più inclini rispetto ad analoghe non family firm a condividere la propria fortuna con la comunità locale (Graafland, 2002) e ad evitare di danneggiare la stessa mettendo in atto provvedimenti nocivi quali ad esempio l'inquinamento del territorio (Uhlener, van Goor-Balk e Masurel, 2004; Dyer e Whetten, 2006). In generale, le famiglie che si preoccupano per la loro reputazione si adoperano per evitare di essere etichettate come socialmente irresponsabili, danneggiando la loro immagine positiva. Azioni poco etiche legate ad esempio a questioni ecologiche come il deposito nell'ambiente di rifiuti pericolosi e l'inquinamento atmosferico, oppure la non considerazione di problematiche legate alla sicurezza sul posto di lavoro, la riduzione della forza lavoro, il discredito delle relazioni sindacali e la mancata preoccupazione sulla qualità dei prodotti, spesso vengono criminalizzate ed enfatizzate anche dai media. Una siffatta pubblicità negativa può danneggiare in maniera molto pesante la reputazione della società e della famiglia e può condurre ad azioni legali che spesso definiscono la condanna dell'impresa da parte dell'opinione pubblica, a prescindere dall'effettivo verdetto legale (Dyer e Whetten, 2006). Frequentemente, la perdita di credibilità dell'attività influenza negativamente anche la ricchezza della famiglia che la possiede.

In relazione a queste problematiche, le imprese non familiari non vivono la stessa inquietudine delle family firm poiché non sono caratterizzate da un sentimento di identificazione della proprietà con il business, che conduce alla sovrapposizione tra la reputazione dell'impresa e quella gli azionisti di maggioranza (Dyer e Whetten, 2006). Coerentemente con questa interpretazione, Lyman (1991) mostra come le imprese familiari spesso intraprendano attività (c.d. *high quality customer services*) per supportare e promuovere la loro reputazione all'interno della comunità cui appartengono. Da questo punto di vista la filantropia può persino essere interpretata come un

<sup>21</sup> Per approfondimenti consultare l'articolo di David Samuels (datato 10 agosto 1997) disponibile via web all'url [www.nytimes.com](http://www.nytimes.com).

comportamento artificiale finalizzato al miglioramento della percezione sociale del business. Lo stesso punto di vista è stato più recentemente condiviso da File e Prince (1998), che concludono che il c.d. *cause-related marketing*, ossia il marketing che si lega alla causa sociale, tende ad avere una componente egoistica. Il *cause-related marketing* nasce dalla partnership effettuata tra un'impresa ed un'organizzazione non profit (si può leggere in questo senso anche il rapporto tra la Ford Motor Company e la fondazione Ford) ed ha come obiettivo primario l'ottenimento di un beneficio – sia esso sociale o legato al benessere e alla salute – per i destinatari del progetto (l'ambiente, gli stakeholder, i consumatori) attraverso la promozione di un prodotto, un servizio o un'immagine. Il *cause-related marketing* è di fatto uno strumento di *Corporate Social Responsibility* (Responsabilità Sociale di Impresa o CSR), definita dall'Unione Europea come «integrazione volontaria delle preoccupazioni sociali ed ecologiche delle imprese nelle loro operazioni commerciali e nei loro rapporti con le parti interessate»<sup>22</sup>. La definizione è stata recentemente riesaminata dalla Commissione Europea che definisce la CSR come «la responsabilità delle imprese per il loro impatto sulla società»<sup>23</sup>. La CSR integra dunque la strategia d'impresa con preoccupazioni di carattere etico: attraverso di essa le imprese cercano di gestire le problematiche legate al loro impatto sociale nelle aree (più nello specifico, nelle comunità locali) in cui operano (si veda, tra gli altri, Carlesi, 2013). Il *cause-related marketing* è uno strumento che consente di realizzare la CSR, generando un mutuo beneficio tra territorio e impresa e di fatto saldando la rete di relazioni che lega questi due soggetti. Uno degli obiettivi del *cause-related marketing* è spostare la scelta del cliente finale verso prodotti o servizi che supportano la causa. Il suo esito ha un carattere in primis sociale, permette di mantenere e rafforzare la relazione tra l'impresa-famiglia e i suoi consumatori e lavoratori locali, tuttavia l'aspetto finanziario è ugualmente considerato (Gersick, 2004). Alla base vi è infatti sempre il concetto per cui l'impegno sociale di un'attività contribuisce a costruirne il valore all'interno della comunità e presso i consumatori. Sostenendo dunque il punto di vista di File e Prince (1998), esisterebbe un vantaggio per l'organizzazione non profit, per la realtà locale ma anche per l'impresa,

<sup>22</sup> Libro Verde: Promuovere un quadro europeo per la responsabilità sociale delle imprese, Commissione Europea 18 luglio 2001.

<sup>23</sup> European Commission, Brussels, 25 ottobre 2011, COM(2011) 681 final. “Communication from the commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions. A renewed EU strategy 2011-14 for Corporate Social Responsibility.



che guadagna in visibilità, immagine e competitività, legandosi a doppio filo alle persone e al territorio all'interno del quale opera. In tale prospettiva può ad esempio essere vista la recente acquisizione da parte della Berkshire Hathaway – multinazionale di proprietà di Warren Buffet – dell'Omaha World-Herald Co., il giornale locale di Omaha, la cittadina statunitense in cui è nato e vive lo stesso Buffet e in cui ha sede la Berkshire Hathaway.

Un altro potente strumento nelle mani delle family firm per porre in essere strategie di CSR è la creazione di enti filantropici che portano il nome dell'impresa familiare. La ricerca sul mondo della filantropia mostra come le fondazioni abbiano imparato le strategie di gestione dell'attività dalle società a scopo di lucro da cui spesso volte originano (Porter e Kramer, 2002). Di conseguenza, esse dovrebbero focalizzarsi sull'elargizione di donazioni definendo obiettivi (ancorché benefici) rapidamente misurabili e “valorizzabili”. Nonostante questa sia la tendenza, le fondazioni filantropiche ancora divergono su più dimensioni. La logica suggerisce che i fattori per cui esse differiscono dovrebbero influenzare anche le loro strategie di sovvenzionamento. Questo è uno dei principali motivi per cui la letteratura distingue le fondazioni familiari da quelle non familiari (Gersick, 2004). In particolare, le prime si differenziano dalle seconde per il ruolo della famiglia nella costituzione della fondazione e all'interno del consiglio di amministrazione. In pratica, le fondazioni familiari sono definite come enti benefici che operano attraverso il coinvolgimento di un individuo o di una famiglia donatrice attiva, a prescindere dalla loro dimensione, età e focus geografico. Negli Stati Uniti il numero di fondazioni filantropiche (familiari e non) e la dimensione dei loro contributi annuali sono aumentati costantemente nel corso del tempo<sup>24</sup>. Già prima del 1999 la contribuzione annuale fatta da queste fondazioni per cause educative, umanitarie e culturali superava i 20 miliardi di dollari (Porter e Kramer, 1999). Tra questi enti filantropici una parte significativa è rappresentata da fondazioni familiari, la cui percentuale sul totale è notevolmente cresciuta nel tempo: nel 2005 era pari al 40%<sup>25</sup>, già nel 2007 la stessa percentuale era aumentata oltre al 50% (su un totale di 40.200 fondazioni nell'anno), con un patrimonio e donazioni proporzionali che nel 2007 furono pari a 18,5 miliardi di dollari<sup>26</sup>. Lungeanu e Ward (2012) evidenziano la medesima proporzione tra fondazioni familiari e non: delle 200 maggiori fondazioni indipendenti degli Stati Uniti nel 2007, il 55,5% era familiare con una quota proporzionale di asset, con-

<sup>24</sup> Per ulteriori informazioni consultare l'url [www.foundationcenter.org](http://www.foundationcenter.org).

<sup>25</sup> Per ulteriori informazioni consultare l'url [www.ncfp.org](http://www.ncfp.org).

<sup>26</sup> Per ulteriori informazioni consultare l'url [www.foundationcenter.org](http://www.foundationcenter.org)

tributi e donazioni: 166 miliardi di dollari in asset, 23 miliardi di dollari in contributi dati agli enti filantropici da parte delle family firm e 22 miliardi di dollari di donazioni effettuate. Analizzando queste statistiche appare evidente come le imprese familiari si preoccupino in maniera significativa di porre in essere – tramite le fondazioni filantropiche – strategie che permettono loro di guadagnare e rafforzare nel tempo la propria reputazione ed in generale il legame con la comunità locale.

### *Identità e territorio*

Alla luce del peculiare legame che le lega al territorio e alla comunità in cui operano, la letteratura mostra che la vicinanza alla residenza della famiglia proprietaria è un elemento attentamente considerato in fase di definizione della sede di una family firm. Al contrario, nel determinare la location dei propri quartieri generali e operativi le imprese non familiari seguono fattori puramente legati al business, quali ad esempio la prossimità ad infrastrutture (e.g. stazioni, aeroporti o autostrade) o la minimizzazione dei costi per l'approvvigionamento di materie prime (Kahn e Henderson, 1992). Questo punto di vista più che l'assodata spiegazione sulle esternalità locali (Marshall, 1890) sembra giustificare ad esempio la concentrazione geografica dell'industria automobilistica statunitense (Wang e Xu, 2008).

Il legame simbiotico tra impresa familiare e territorio sembra essere indotto e ciclicamente rafforzato da una serie di elementi eterogenei. Primo tra tutti, esso sarebbe generato dalla presenza di lungo periodo (spesso intergenerazionale) della società all'interno della comunità locale, a causa della riluttanza delle family firm di spostare la propria sede dal luogo in cui sono nate (Lansberg, 1999; Ward, 1988a). Le imprese familiari “tendono a stare” in quanto spesso considerano le aree circostanti come un'importante fonte di risorse non sostituibili – forza lavoro, clienti, fornitori e finanziatori. In questo contesto, come già accennato, le *founding family firm* presentano un'identificazione con il business e un radicamento al territorio in cui operano superiore rispetto alle *non founding family firm* (Hollander e Elman, 1988; Kelly, Athanassiou e Crittenden, 2000). Esse diventano il punto di riferimento economico dell'area in cui sono localizzate, grazie alla quale si arricchiscono e alla quale permettono di prosperare. Questo accade essenzialmente perché i valori, la cultura e la storia personale del fondatore – spesso cresciuto nell'area in cui successivamente ha fondato l'impresa – inevitabilmente danno forma alla missione e alla pratica dell'attività stessa, che diventa “incarnazione della personalità del fondatore” (Hollander e Elman, 1988). Alla luce della sovrapposizione che si crea tra i valori delle imprese familiari e quelli del loro fondatore (Astrachan, Klein e Smyrnios,

2002; Carlock e Ward, 2001), le famiglie a capo di *founding family firm* il cui business è tramandato di generazione in generazione facilmente percepiscono la propria identità e reputazione all'interno della comunità locale come indissolubilmente connesse all'identità e reputazione dell'impresa che rappresentano (Davis, Schoorman e Donaldson, 1997). L'impresa non è "un'attività che può essere facilmente venduta" ma diventa un simbolo della cultura e della storia della famiglia oltre ad una eredità da tramandare alle generazioni future (Berrone, Cruz e Gomez-Mejia, 2012; Tagiuri e Davis, 1996). I proprietari delle *founding family firm* vedono il loro status sociale inescindibilmente legato a quello della loro impresa (Dyer e Whetten, 2006; Miller e Le Breton-Miller, 2006; Tagiuri e Davis, 1996) e sono più di altri imprenditori interessati a mantenere la buona levatura del business agli occhi di finanziatori e azionisti esterni alla famiglia, soprattutto se membri della stessa comunità locale. Il desiderio di conservare l'identità della famiglia – che nasce dal sopraccitato attaccamento personale, dall'impegno e dall'identificazione dell'imprenditore con l'azienda (si veda ad esempio Anderson e Reeb, 2003; Habbershon e Williams, 1999; Kets de Vries, 1993; Thomsen e Pedersen, 2000) – e la generale avversione al rischio (Gomez-Mejia, Makri e Larraza-Kintana, 2010; Mishra e McConaughy, 1999; Schulze, Lubatkin e Dino, 2003; Zahra, 2005) fanno sì che le imprese familiari tendano a rifiutare la presenza di investitori esterni (soprattutto nel capitale sociale) e contribuiscono a definire l'attaccamento delle family firm al territorio in cui operano.

Il possesso continuativo di una attività incoraggia infatti la sua "dotazione socio-emozionale" (Lee, 2006; Miller e Le Breton-Miller, 2005; Zellweger *et al.*, 2012; Cennamo *et al.*, 2012). In particolare, caratteristiche come la perpetuazione dei valori della famiglia attraverso il business (Handler, 1990), la soddisfazione del bisogno di appartenenza (Kepner, 1991), la preservazione della dinastia familiare (Casson, 1999) e la conservazione del capitale sociale della family firm, tra le altre cose influenzano il modo in cui l'impresa è gestita e ne rafforzano la dotazione socio-emozionale. L'elevato senso di identificazione percepito da proprietari di *founding family firm* di fatto ne aumenta la preoccupazione nel proteggere la reputazione dell'impresa e induce gli stessi a compiere azioni che si traducono in una migliore performance finanziaria (e.g., Berrone *et al.*, 2010; Cennamo *et al.*, 2012) e in benefici in termini di valorizzazione del marchio e riconoscimento della qualità del business da parte di clienti, partner e finanziatori (Zellweger, Eddleston e Kellermanns, 2010). Al contrario, i proprietari di un'impresa familiare acquisita dopo la sua creazione più probabilmente vedono l'attività come un *asset* che può essere velocemente comprato e ri-

venduto, avendo gli stessi acquisito la società attraverso una transazione di mercato. Il contesto locale, i fornitori, clienti, dipendenti, finanziatori con cui l'impresa condivide il territorio assumono in questo caso una rilevanza inferiore sia per la gestione della società sia per la definizione del valore della stessa, a vantaggio del perseguimento di criteri puramente di carattere economico. In definitiva, alla luce di quanto argomentato, le *founding family firm* sono caratterizzate da una rete sociale e da un carattere "locale" più sviluppato rispetto alle *non-founding family firm*.

Oltre alle dinamiche riscontrabili a livello d'impresa, la letteratura concorda nel riconoscere un ulteriore fattore che contribuisce a rafforzare il collegamento tra imprese familiari e ambiente circostante. Con particolare riferimento alle *founding family firm*, il sopraccitato ruolo cruciale nella comunità locale della famiglia fondatrice è abitualmente assunto dal fondatore. Questo aspetto è brillantemente riassunto dal caso aneddótico riportato da Berghoff (2001) su uno dei più famosi produttori di armoniche a livello mondiale, ossia Hohner AG, una impresa familiare tedesca, quotata e con sede a Trossingen (nella Germania meridionale). Matthias Hohner, fondò l'impresa nel 1857 e divenne nel giro di poco tempo il più importante cittadino di Trossingen. Per capire quanto effettivamente il successo del business lo avesse fatto diventare potente basti pensare che – senza alcun tipo d'istruzione formale – egli divenne addirittura professore a contratto nella vicina università di Tübingen. Berghoff (2001) identifica come una delle possibili fonti del potere di Matthias Hohner il suo forte legame con la comunità locale, facilitato dall'aver il consiglio comunale sul suo libro paga e dalle sue consistenti donazioni a svariati enti della città.

Generalizzando, è possibile asserire che i fondatori delle imprese familiari di successo e i loro discendenti hanno legami peculiari con il contesto locale (Déniz e Cabrera Suárez, 2005; Zahra, Hayton, e Salvato, 2004; Block, 2010). La maggior parte di loro cresce nella zona in cui l'impresa ha sede ed è un cittadino ben (ri)conosciuto dalla comunità locale (Cooke, 2001). Ancora, i membri delle famiglie fondatrici generalmente siedono nei consigli di amministrazione di ospedali, scuole e associazioni benefiche contribuendo così in maniera diretta e personale al benessere dell'area in cui sviluppano il loro business (Gnan e Montemerlo, 2002; Graafland, 2002). Esempio ben rappresentativo di questa realtà è il sopraccitato caso della Ford Motor Company in cui il fondatore e i suoi discendenti hanno nel tempo occupato posizioni apicali non solo all'interno dell'impresa di loro proprietà ma anche nella fondazione Ford, nel Sistema Sanitario Henry Ford, nella Detroit General Hospital Association o nell'Henry Ford Community College. Il fondatore è frequentemente persino riconosciuto come

“immagine” dell’impresa (Greenwood, 2003; Anderson e Reeb, 2004). Questo ruolo emerge per svariate motivazioni, quali il fatto che egli dà spesso il nome all’attività (si pensi all’impressionante numero di imprese la cui denominazione è data dal nome del fondatore “e figli” oppure “e Co.”), gode di una reputazione pubblica nell’essere associato al business e al territorio in cui vive e lavora e verosimilmente trasferirà nel tempo la titolarità dell’attività alle future generazioni (Anderson e Reeb, 2004; Ward, 2004; Miller e Le Breton-Miller, 2005, 2006). In definitiva, interazioni locali dal punto di vista economico, politico e sociale agiscono sulle famiglie come un meccanismo esterno capace di allineare gli incentivi dei c.d. insider, ossia i membri delle famiglie fondatrici, a quelli dei c.d. outsider, vale a dire i membri della comunità locale. In aggiunta, la partecipazione attiva del fondatore alla gestione del business (ad esempio in veste amministratore delegato) scoraggia la messa in atto di comportamenti opportunistici volti ad estrarre benefici privati e fornisce incentivi per creare valore in maniera diretta (i.e. per l’impresa) e indiretta (i.e. all’interno della rete sociale in cui l’attività opera).

#### *Soft-information*

La rete sociale che circonda l’impresa genera per quest’ultima un ulteriore e importante vantaggio che si concretizza nella più facile reperibilità di credito bancario. Infatti, grazie al peculiare legame che le lega al territorio e alla comunità in cui operano, le family firm generano a livello locale una serie di informazioni c.d. “soft” (Petersen e Rajan, 1994). Il termine accademico “*soft information*” indica quell’insieme di fatti, dati e informazioni che non riescono ad essere altrimenti espresse in documenti scritti e che non possono essere verificate in maniera diretta da nessuno eccetto che dall’agente che le produce (Stein, 2002). All’interno di una filiale locale di un istituto bancario, grazie alle *soft information* il responsabile della concessione dei prestiti può sapere ad esempio se una richiesta di credito è giustificata o meno (Uzzi, 1999) senza dover ricorrere, almeno per una prima valutazione, all’analisi di dati e bilanci. Questo è possibile in virtù del rapporto personale che l’operatore bancario ha con l’imprenditore e della sua conoscenza sulla family firm – conoscenza diretta grazie a rapporti con i dipendenti e indiretta grazie alla percezione sull’andamento del business generata dal monitoraggio posto in essere dai componenti della comunità all’interno della quale l’attività opera. La letteratura finanziaria evidenzia come gli istituti bancari siano capaci di raccogliere e sfruttare *soft information* soprattutto a livello locale (Petersen e Rajan, 2002; Degryse e Ongena, 2005) grazie a continue relazioni con le imprese dell’area (Berger e Udell,

1995). La vicinanza tra prestatore e creditore aumenta anche, a parità di altre condizioni, la probabilità che la richiesta di credito sia approvata (Brevoort e Hannan, 2006; Agarwal e Hauswald, 2008). Questo aspetto è particolarmente significativo nel contesto italiano dove, stando a recenti indagini condotte da Banca di Italia, più del 90% del credito concesso in una determinata provincia è accordato da filiali di banche localizzate nella stessa area<sup>27</sup>. In linea con questi argomenti Anderson, Mansi e Reeb (2003) evidenziano che uno dei benefici derivanti dalla presenza di lungo periodo della famiglia nel territorio è un costo del credito per le family firm minore rispetto a quello sostenuto da analoghe non family firm.

Riassumendo, il complesso sistema di rapporti e relazioni che si genera tra la family firm e la comunità in cui la stessa opera può essere definito come la rete sociale dell'impresa. Questa genera una serie di vantaggi e di limitazioni per l'impresa familiare. Tra i vantaggi è possibile riconoscere

- la valorizzazione del marchio;
- il riconoscimento da parte di clienti e partner locali della qualità del business e del prodotto offerto;
- il più facile accesso al credito generato dal riconoscimento da parte dei finanziatori locali del valore del business grazie alla presenza delle c.d. *soft information*;
- la fidelizzazione della clientela locale che spesso coincide anche con la forza lavoro dell'impresa;
- il miglioramento delle performance.

Tra i vincoli generati sulla family firm dalla rete sociale si evidenziano:

- il monitoraggio effettuato sull'impresa (in maniera più o meno volontaria) dai componenti della comunità all'interno della quale la stessa opera;
- la conseguente necessità da parte dell'impresa di conservare e mantenere positiva la reputazione del business e della famiglia che con esso si identifica;
- la necessità di realizzare strategie di *Corporate Social Responsibility* attraverso strumenti quali il *cause-related marketing*, con cui le imprese cercano di gestire le problematiche legate al loro impatto sociale nelle comunità locali in cui operano.

<sup>27</sup> Per ulteriori dettagli consultare la pagina web della Banca di Italia, disponibile all'url [www.bancaditalia.it](http://www.bancaditalia.it).

In quest'ottica risulta evidente come i vincoli direttamente o indirettamente percepiti dalle imprese familiari si riescono a trasformare, grazie al monitoraggio della comunità locale, in un punto di forza per la comunità stessa. Quest'ultima trae infatti beneficio dalla presenza della family firm grazie a:

- la creazione di posti di lavoro;
- l'arricchimento dell'area grazie alla presenza del business e all'indotto da esso derivante;
- la definizione di un sistema di welfare spesso realizzato dalla family firm attraverso strategie di *Corporate Social Responsibility*.

#### *Il caso Brunello Cucinelli*

Nel contesto italiano, la storia di un'impresa familiare di grande successo, Brunello Cucinelli, non solo raccoglie tutti i fattori sopra elencati come punti di forza del business familiare, ma mostra anche come gli elementi di potenziale debolezza possano essere trasformati e potenziati per promuovere e valorizzare il marchio e rafforzare i legami tra l'impresa-famiglia e la comunità. Brunello Cucinelli, "il re del cachemire", ha infatti reso l'affezione al territorio e la partecipazione attiva alla vita della comunità locale grazie a metodi di *Corporate Social Responsibility* una vera e propria strategia di business. Nel 1974 Brunello Cucinelli, nato e cresciuto nella provincia di Perugia, interrompe gli studi universitari di ingegneria e nel 1978 fonda ad Ellera di Corciano (alle porte di Perugia) l'impresa che porta ancora oggi il suo nome, specializzata nella produzione di maglieria in cashmere colorato. L'impresa da subito registra una straordinaria crescita grazie al suo prodotto innovativo e al focus sui mercati statunitense e tedesco, caratterizzati da una economia solida e stabile nel tempo. Da sempre affascinato dalla bellezza del luogo, nel 1985 Cucinelli acquista il castello di origine trecentesca di Solomeo, un piccolo borgo nei pressi di Perugia dove è nata e cresciuta sua moglie. Dopo anni di restauri vi trasferisce la sede dell'impresa. Nel sito internet dell'azienda si legge:

Convinto che l'ambiente sereno e la bellezza dei luoghi esaltino la creatività umana e sviluppino una comunità dove chi opera segue una scala di valori condivisa, Brunello Cucinelli ha fatto del borgo trecentesco di Solomeo la sede della sua impresa umanistica<sup>28</sup>.

<sup>28</sup> Per ulteriori informazioni consultare il sito web dell'impresa, disponibile all'url <http://www.brunellocucinelli.com>.

Le parole del fondatore incarnano la sua filosofia di vita e d'impresa, il rispetto per la comunità in cui l'attività opera e attraverso la quale prospera, l'importanza della rete sociale e della condivisione al suo interno di valori e obiettivi:

[...] chi lavora con noi, indipendentemente dal ruolo, partecipa alla vita dell'azienda: ciascuno sa che la propria opera è un tassello indispensabile alla crescita comune; la nostra "qualità integrale" è il frutto della qualità interiore di ognuno<sup>29</sup>.

L'esplicito riferimento alla necessità di condividere valori e obiettivi, l'importanza di sentirsi parte attiva e fondamentale dell'attività di impresa, la coniugazione di obiettivi aziendali e bisogni umani rende la Brunello Cucinelli un particolare caso di moderna economia, oggetto di studio da parte di numerosi accademici.

La mia formazione è stata nei caffè italiani, quei bar in cui ci si ritrovava la sera tutti insieme. Ricchi e poveri, impiegati, laureati, contadini e operai<sup>30</sup>.

Secondo la filosofia dell'imprenditore, il dipendente è responsabile del proprio lavoro, il rigore ed i fiscalismi all'interno dell'impresa sono eliminati e l'individualità del singolo è valorizzata. Il profitto – esplicito obiettivo dell'impresa – non è più il fine ultimo dell'attività. Il denaro diventa infatti un valore in quanto strumento in grado di migliorare la vita dell'uomo e della comunità. In tal senso, Cucinelli reinveste nell'azienda una elevata parte dei profitti mentre utilizza una seconda parte per promuovere e riqualificare il borgo e più in generale l'area in cui l'impresa opera. Il capitalismo diventa "capitalismo etico", la comunità è un luogo di scuola, fonte di ispirazione e di felicità. Cucinelli afferma:

Credo in un'impresa umanistica [...]. Sogno una forma di capitalismo moderno con forti radici antiche, dove il profitto si consegua senza danno o offesa per alcuno, e parte dello stesso si utilizzi per ogni iniziativa in grado di migliorare concretamente la condizione della vita umana: servizi, scuole, luoghi di culto e recupero dei beni culturali<sup>31</sup>. [...] Dicono che i miei capi siano cari: preferisco definirli "costosi". Ma durano per anni, e mi piace pensare che chi li

<sup>29</sup> Per approfondimenti consultare l'url <http://www.brunellocucinelli.com>.

<sup>30</sup> Intervista rilasciata al settimanale *Panorama* (articolo datato 26 novembre 2012), disponibile via web all'url <http://economia.panorama.it>.

<sup>31</sup> Per approfondimenti consultare l'url <http://www.brunellocucinelli.com>.



compra sappia che una parte andrà alla signora che rifinisce a mano i polsi, una parte al mantenimento del borgo, una parte al teatro<sup>32</sup>.

Il rispetto per le tradizioni, l'amore per l'area che ha dato i natali all'imprenditore e alla sua società e la considerazione per coloro che contribuiscono a far crescere il business con il loro lavoro, sono evidenti in ogni più piccolo aspetto della quotidianità. Ad esempio, i pranzi della mensa aziendale sono preparati dalle massaie e dalle casalinghe del luogo, le marcature segna presenza sono abolite, il dipendente è incentivato ad auto-disciplinarsi e responsabilizzarsi in quanto elemento essenziale della rete sociale e parte necessaria del processo produttivo.

Il recupero dei beni artistici e culturali è parte integrante dell'attività di impresa. Parte degli interventi è fatta in maniera diretta, parte avviene attraverso collaborazioni con altre istituzioni. Cucinelli recupera monumenti e beni del patrimonio architettonico Italiano e dona al comune che gli ha dato i natali un impianto sportivo e ai paesi limitrofi terreni e spazi ricreativi. Finanzia inoltre l'università di Perugia, le Province e la Regione dell'Umbria. Cucinelli costituisce anche una fondazione che porta il suo nome, con lo scopo di perseguire a livello sociale la propria filosofia d'impresa. La fondazione promuove l'arte e lo sport, realizza un importante complesso denominato "Foro delle Arti" di cui fanno parte un teatro e un anfiteatro, recupera biblioteche, finanzia le opere di restauro dell'Arco Etrusco della città di Perugia (con un intervento pari a 1,1 milioni di euro). Quest'ultimo intervento in particolare evidenzia un'importante sinergia tra pubblico e privato e concede all'imprenditore i diritti di esclusiva per l'utilizzo di immagini oltre alla possibilità di inserire nel ponteggio di cantiere il logo dell'azienda. Grazie a questo e altri interventi, all'indelebile impronta e al contributo dato alla comunità locale, alla sua filosofia di vita e d'impresa, Cucinelli diventa nel 1998 accademico dell'accademia di belle arti Pietro Vannucci di Perugia, nel 2001 assume la carica di presidente della Fondazione Teatro stabile dell'Umbria e nello stesso anno entra nel consiglio di amministrazione della Fondazione Cassa di Risparmio di Perugia. Nel 2010 ottiene dall'università di Perugia, di cui è finanziatore, la laurea honoris causa in filosofia ed etica nei rapporti umani e viene nominato dal Presidente della Repubblica Napolitano Cavaliere del Lavoro.

La Brunello Cucinelli è diventata uno dei punti di riferimento dell'economia perugina e umbra in generale. Le assunzioni sono continue:

<sup>32</sup> Intervista rilasciata al mensile *Marie Claire* (articolo datato 16 aprile 2012), disponibile via web all'url [www.marieclaire.it](http://www.marieclaire.it).

nonostante la fase di profonda crisi che attraversa l'economia mondiale, i 582 dipendenti interni del 2010, oggi sono diventati 783. Non meno impressionanti sono i numeri sui collaboratori dell'indotto che nel complesso vale circa tre mila posti di lavoro, rappresentati da 350 laboratori localizzati in Umbria e nelle regioni limitrofe (Toscana e Marche). La Brunello Cucinelli si è quotata alla borsa valori di Milano nel 2012 («A Milano, perché io sono italiano»<sup>33</sup>). L'offerta pubblica iniziale ha registrato una partecipazione inaspettata e il road show istituzionale è stato interrotto per eccesso di richiesta (la domanda ha superato 18 volte l'offerta ed il titolo ha registrato un premio il primo giorno di quotazione pari a quasi il 50%). Nonostante Cucinelli detenga ancora circa il 60% delle azioni, l'azienda è oggi più ricca e internazionale. Il successo ha permesso all'imprenditore di regalare un premio pari a 5 milioni di euro ai suoi dipendenti: «[...] un ringraziamento a chi è cresciuto con noi e ci ha aiutato a crescere con il suo lavoro»<sup>34</sup>. In aggiunta, i dipendenti godono di una retribuzione superiore del 20% rispetto a quanto previsto dai contratti, per «riconoscere qualcosa di più a persone che sono la nostra fonte di vita e la nostra cultura»<sup>35</sup>. L'imprenditore ha due figlie, che lavorano con lui. Alla domanda sul perché la scelta di quotarsi e su come ciò influenzerà il futuro delle figlie, l'imprenditore risponde:

In Italia il 90% delle imprese familiari muoiono con il loro fondatore. Alla mia, non voglio che succeda<sup>36</sup>. [...] Credo che la quotazione possa far vivere più a lungo un'azienda [...]. Poi, se le mie figlie si dimostreranno capaci, toccherà a loro guidare il nuovo corso<sup>37</sup>.

#### 1.4. Governance e impresa familiare

Il capitalismo familiare italiano influenza significativamente la corporate governance delle imprese (Dall'Occhio, Tzivelis e Vinzia, 2010). In una tradizionale società non familiare un individuo può – in linea generale – as-

<sup>33</sup> Intervista rilasciata al settimanale *Panorama* (articolo datato 12 gennaio 2012), disponibile via web all'url <http://economia.panorama.it>.

<sup>34</sup> Intervista rilasciata al settimanale *Panorama* (articolo datato 26 novembre 2012), disponibile via web all'url <http://economia.panorama.it>.

<sup>35</sup> Intervista rilasciata al quotidiano *La Stampa* (articolo datato 28 dicembre 2012), disponibile via web all'url [www.lastampa.it](http://www.lastampa.it).

<sup>36</sup> Intervista rilasciata al mensile *Marie Claire* (articolo datato 16 aprile 2012), disponibile via web all'url [www.marieclaire.it](http://www.marieclaire.it).

<sup>37</sup> Intervista rilasciata al settimanale *Panorama* (articolo datato 12 gennaio 2012), disponibile via web all'url <http://economia.panorama.it>.

sumere alternativamente il ruolo di impiegato, operaio, manager, socio, presidente ecc. Al contrario, in una family firm è frequente che in capo ad una singola persona – tipicamente un membro della famiglia – si concentri contemporaneamente più di una carica con le relative responsabilità. Questi ruoli “multipli”, solitamente associati ad una gestione del business poco formale e strutturata, definiscono un complicato sistema di governance che aumenta la difficoltà (e, al contempo, le opportunità) delle sfide che le family firm devono affrontare (Neubauer e Lank, 1998). In particolare, la sovrapposizione delle cariche in capo ai proprietari di un’impresa familiare può talvolta generare visioni conflittuali sulle strategie di business. Ad esempio, la decisione di reinvestire i profitti nell’attività invece di distribuirli sotto forma di dividendi può essere valutata in maniera differente dai soci dell’impresa a seconda del ruolo che essi assumono all’interno della società. Un socio che lavora nell’attività può non obiettare alla decisione in quanto riceve già uno stipendio dall’impresa. Al contrario, un azionista che non presta la propria attività lavorativa all’interno della società percepisce il dividendo come il necessario ritorno dell’investimento, opponendosi di conseguenza alla decisione di non ridistribuire i profitti. La questione diventa più complicata al crescere della dimensione dell’impresa familiare: infatti, più la società è internamente strutturata, maggiori sono i ruoli e la tipologia di incentivi che i proprietari e/o i manager possono avere.

Un problema comune delle family firm riguarda il diverso trattamento riservato agli amministratori a seconda che essi siano familiari o meno. Come già sottolineato affrontando il tema degli elementi di debolezza propri delle family firm (cfr. paragrafo 1.2) spesso le posizioni apicali sono riservate ai soli componenti della famiglia (Ward, 1991; Yen, 1994; Dunn, 1995; Larsson e Melin, 1997; Sirmon e Hitt, 2003; Lee, 2006). Questo aspetto può influenzare negativamente la motivazione e la performance di amministratori esterni per i quali, a prescindere dall’impegno profuso, non è scontato il raggiungimento di una posizione all’interno del senior management (Schulze *et al.*, 2001). L’ovvia conseguenza è la difficoltà delle family firm ad attrarre manager qualificati esterni alla famiglia. Una possibile via di uscita dal problema sta nell’impostare regole di assunzione chiare e meritocratiche che rendano più facile per le imprese familiari conservare il rapporto con i dipendenti migliori, motivati a fare crescere la società. Una siffatta politica allineerebbe infatti gli incentivi di questi ultimi a quelli della proprietà. In un tale contesto, la letteratura evidenzia che uno dei principali motivi che spingono la famiglia a non affidare importanti ruoli amministrativi a individui esterni alla stessa è il timore di perdere il controllo dell’attività (Sirmon e Hitt, 2003; Fernandez e Nieto, 2006). Per questo, de

facto le decisioni di business più importanti sono tipicamente prese da componenti della famiglia (i.e. il fondatore o suoi discendenti). Inoltre, punti di vista contrastanti tra proprietà e management possono generare conflitti all'interno del consiglio di amministrazione, influenzandone negativamente il funzionamento. Queste divergenze compromettono seriamente la continuità dell'impresa. I contrasti sono in genere esasperati anche dal diverso livello di accesso che i membri della famiglia posseggono riguardo ad informazioni sull'attività (Neubauer e Lank, 1998; Lansberg, 1999). A causa dell'elevato rischio di sviluppare conflitti interni – enfatizzato nelle family firm dall'ingente numero di ruoli che i componenti della famiglia possono contemporaneamente ricoprire – è fondamentale per la sopravvivenza della società costituire al suo interno canali di comunicazione e strutture per facilitare la condivisione di strategie e la gestione dell'attività (Martin, 2001). La mancata implementazione di un adeguato sistema di governance rappresenta verosimilmente uno degli elementi determinanti l'elevato tasso di fallimento proprio delle family firm.

#### *Corporate governance*

La corporate governance si riferisce a «il sistema di leggi e meccanismi attraverso cui le imprese sono gestite e controllate [...] con lo scopo di monitorare i comportamenti del management e degli amministratori mitigando il rischio di conflitti di agenzia» (Sifuna, 2012). La corporate governance riguarda dunque le relazioni tra il management, il consiglio di amministrazione, gli azionisti di maggioranza, quelli di minoranza e gli altri stakeholder. Una buona corporate governance contribuisce a creare uno sviluppo economico sostenibile migliorando la performance delle imprese e aumentando la loro possibilità di accesso al mercato dei capitali. La governance si incentra essenzialmente su tre elementi chiave:

- le decisioni che definiscono la direzione strategica di un'impresa, ossia gli investimenti di lungo termine, le potenziali fusioni ed acquisizioni e la pianificazione della successione del senior management;
- l'insieme delle azioni necessarie a supervisionare la performance del management da parte della proprietà,
- le interazioni tra gli stakeholder.

Una buona struttura di governance prevede una chiara definizione dei ruoli, dei diritti, dei doveri e delle aspettative di ogni “attore” che contribuisce al governo dell'impresa.

La famiglia è ciò che distingue una family firm da un'analoga impresa non familiare, in virtù della sua preponderante influenza nella gestione e nella definizione dell'indirizzo del business. Quando la società è nelle pri-

me fasi del suo ciclo di vita e il fondatore è a capo dell'attività, molti problemi di governance sono più formali che sostanziali: la maggior parte delle decisioni è presa dal fondatore e la "voce" della famiglia è tendenzialmente all'unisono. Col passare del tempo, mentre l'impresa attraversa stadi successivi del suo ciclo di vita, nuove generazioni si uniscono (e, a volte, si sostituiscono) alle precedenti nella gestione della società. Ciò implica la presenza di idee e opinioni differenti su come l'attività debba essere gestita e le strategie commerciali impostate. In una siffatta situazione è fondamentale per la sopravvivenza del sistema impresa-famiglia definire una struttura di governance che costringa alla disciplina i membri della famiglia, che prevenga i potenziali conflitti e che assicuri la continuità dell'attività. Alla luce delle peculiarità proprie delle family firm, i principali obiettivi di un sistema di governance ben funzionante all'interno di un'impresa familiare sono:

- la comunicazione dei valori, della mission dell'impresa e della visione di lungo termine a tutti i componenti della famiglia;
- la comunicazione delle regole e delle decisioni che possono influenzare il lavoro dei membri della famiglia, la distribuzione dei dividendi e altri benefici che essi usualmente hanno attraverso l'impresa;
- la periodica e puntuale informazione a tutti i membri della famiglia – soprattutto quelli non coinvolti nel business – sugli obiettivi raggiunti, sulle sfide in essere e sulla direzione strategica dell'attività;
- la definizione di canali di comunicazione formale che consentono ai componenti della famiglia di condividere idee, obiettivi e problemi;
- la definizione di un sistema che permetta alla famiglia di mettere in pratica in modo condiviso le decisioni necessarie.

#### *La costituzione della famiglia*

Lo sviluppo di un siffatto sistema di governance aiuta a costruire un sistema fiduciario all'interno della famiglia (e, soprattutto, tra i membri che prestano il loro contributo per la gestione dell'attività e quelli impegnati in altre occupazioni) aumentando di conseguenza le possibilità di sopravvivenza dell'impresa. I principali costituenti di un sistema di governance "familiare" sono i) una "costituzione della famiglia", che deve esprimere chiaramente la visione, i valori della famiglia e le norme che regolano i rapporti tra componenti della famiglia e impresa, ii) istituzioni proprie della famiglia-impresa, che possono avere forme e scopi differenti, ad esempio comitati, assemblee ecc. La costituzione della famiglia, nota anche come "piano strategico della famiglia" o "regole e regolamenti della famiglia", è una dichiarazione dei principi che delineano l'impegno della famiglia verso i valori chiave – c.d. vision e mission – del business. La costituzione defini-

sce i ruoli, la composizione e i poteri degli organi chiave di governance dell'impresa: i membri della famiglia/proprietari dell'attività, il management e il consiglio di amministrazione. Essa stabilisce anche le relazioni tra questi organi e delinea il modo in cui i membri della famiglia possono partecipare alla gestione dell'attività (Aronoff, Astrachan e Ward, 1998; Neubauer e Lank, 1998; Montemerlo e Ward, 2005). Di fatto, il piano strategico della famiglia è una sorta di “documento vivente” che si evolve con la stessa family firm. Sebbene in molte family firm (soprattutto se di piccole dimensioni) non esista una costituzione formale, è spesso presente un insieme informale di regole e consuetudini che definisce i diritti, gli obblighi e le aspettative sui membri della famiglia e gli organi di governo dell'impresa.

Un aspetto particolarmente importante della costituzione riguarda la definizione delle politiche di assunzione dei membri della famiglia: al fine di minimizzare il rischio di conflitti tra i membri della stessa e – soprattutto – tra membri interni ed esterni è opportuno che le condizioni di entrata, il ruolo all'interno del business e l'eventuale procedura di uscita siano formalizzati ex-ante. Infatti, l'assenza di queste regole o la mancanza di procedure atte ad assicurarne il rispetto spesso determinano un numero di membri della famiglia regolarmente impiegati nell'attività eccessivo rispetto alle necessità effettive dell'impresa. Tra di loro, alcuni possono persino non essere preparati per la mansione che svolgono o, peggio, possono esercitare pressioni al fine di acquisire attività non profittevoli e incorrelate con il core business della società al solo scopo di assicurarsi che tutti i componenti della famiglia abbiano una posizione nella stessa. In virtù della specificità delle singole family firm, le politiche e le procedure di assunzione dei membri della famiglia variano in maniera significativa da impresa a impresa. Ad esempio, alcune società vietano ai componenti della famiglia di lavorare al loro interno. Altre imprese impongono ai fini dell'assunzione requisiti minimi in termini di istruzione ed età. Lo scopo di suddette policy deve essere in ogni caso quello di attrarre verso la società il migliore insieme possibile di competenze, siano esse all'interno o all'esterno della famiglia. Nondimeno, la definizione di condizioni di impiego che non discriminano tra membri interni ed esterni alla famiglia aiuta a creare un clima motivante e meritocratico all'interno dell'attività, ad evidente beneficio per la performance (Dyer, 1996).

#### *Il consiglio di amministrazione e l'advisory board*

Il consiglio di amministrazione è una delle istituzioni centrali nel sistema di governance delle imprese. I ruoli chiave di un efficiente consiglio di amministrazione sono l'impostazione della strategia globale d'impresa, il

controllo della gestione e la verifica periodica dell'esistenza un'adeguata struttura di corporate governance. Questa deve includere livelli minimi di disclosure e un adeguato sistema di protezione degli azionisti di minoranza (Corbetta e Tomaselli, 1996; Hillman e Dalziel, 2003; Corbetta e Salvato, 2004). Ovviamente, le dimensioni e la complessità della family firm definiscono il tempo e lo sforzo che il c.d. board dedica a ciascuna di queste aree. Ad esempio, in un'impresa con pochi soci e processi di business semplici, è fondamentale che il board si focalizzi in particolare sulla strategia e sulla pianificazione a lungo termine. In linea generale, è importante che il board di un'impresa familiare (ma in generale il consiglio di amministrazione di qualsiasi società) aggiunga valore e non replichi attività già poste in essere da altri organi della stessa (ad esempio, la gestione giornaliera dell'impresa, compito fondamentale del top management). Ancora, gli amministratori dovrebbero avere le risorse necessarie per controllare ed eventualmente contestare le decisioni prese dal management o da membri della famiglia. Oltre alla definizione strategica e al controllo sulla sua implementazione, il consiglio di amministrazione deve:

- garantire la disponibilità delle risorse finanziarie necessarie per il funzionamento dell'attività;
- assicurare la presenza di adeguati sistemi di controllo dei rischi e della gestione di impresa;
- assicurare la successione del management, i.e. accertarsi che sia predisposto un adeguato processo in grado di garantire all'impresa che il passaggio generazionale avvenga senza intoppi e senza creare c.d. "vuoti di potere" tali da destabilizzare la normale operatività della società;
- rendicontare periodicamente i risultati della sua attività ai soci e agli organi gestionali (si veda, tra gli altri, Neubauer e Lank, 1998; Hillman e Dalziel, 2003).

Il ruolo, la struttura e la composizione del board variano da impresa a impresa e sono di solito determinati dalla dimensione e dalla complessità del business. Poco tempo dopo la loro fondazione molte family firm istituiscono un consiglio di amministrazione al solo scopo di ottemperare ai requisiti di legge. Meglio noti come *paper board*, questi consigli di amministrazione si limitano a riunirsi una o due volte l'anno, di solito per approvare i bilanci, l'eventuale distribuzione di dividendi e poche altre procedure che richiedono per legge il consenso formale del board (Bettinelli, 2011). In questi casi il consiglio di amministrazione è in genere composto esclusivamente da membri delle famiglie, che assumono contemporaneamente ruoli molteplici essendo anche manager, presidenti ovvero soci dell'impresa. Per definizione,

un tale sistema di governance non è in grado di aggiungere valore alla società. Infatti board, management e famiglia potrebbero svolgere un'attività più critica e costruttiva se separati e, di conseguenza, posti l'uno a controllo dell'altro. La commistione dei ruoli genera dunque conflitti e possibili inefficienze nella supervisione della società e nella definizione delle scelte strategiche (Gersick *et al.*, 1997; Bettinelli, 2009; Bettinelli, 2011).

All'aumentare della complessità e delle dimensioni del business è fondamentale che il board assuma un ruolo più attivo nella gestione di impresa: gli incontri devono essere più frequenti e ai suoi componenti è richiesta competenza e indipendenza. In questo contesto il consiglio di amministrazione diventa più organizzato, focalizzato su problemi e obiettivi specifici ed aperto ad amministratori indipendenti esterni alla famiglia. Prima di istituire un consiglio di amministrazione composto interamente da manager di professione, capaci di agire nel migliore interesse dell'impresa a prescindere dalle pressioni esercitate dagli azionisti di controllo, molte family firm designano un comitato consultivo (anche detto advisory board) che integra le competenze degli amministratori familiari lavorando a stretto contatto con gli stessi (Tillman, 1988; Ward e Handy, 1988; Jonovic, 1989; Blumentritt, 2006). Il comitato consultivo è necessario in quanto il board originariamente formato da soli membri della famiglia può essere privo di competenza e della necessaria prospettiva in alcune aree strategiche quali marketing, mercati internazionali e finanza. L'advisory board è dunque un organo che permette alla family firm di compensare carenze del consiglio di amministrazione senza ridurre il controllo della famiglia sul processo decisionale. Esso soddisfa la necessità delle famiglie di avere un consiglio di amministrazione indipendente senza imporre loro la condivisione di informazioni aziendali sensibili o del potere decisionale con individui percepiti come outsider. Per questo, l'advisory board rappresenta una soluzione di compromesso tra un board interamente composto da componenti della famiglia ed un board indipendente. Grazie al comitato consultivo le famiglie riescono a mantenere il controllo sul consiglio di amministrazione ottenendo nel contempo i vantaggi legati alla presenza di individui qualificati e indipendenti che agiscono, almeno da un punto di vista teorico, nell'interesse della società. I membri dell'advisory board hanno solitamente esperienze pregresse e conoscenze nel settore in cui opera la family firm e sono dotati di credibilità e competenze specifiche in aree quali la finanza, il marketing ed i mercati internazionali (Morkel e Posner, 2002). Il loro aiuto è prezioso in particolare quando l'impresa esce dalla sua tradizionale operatività e si concentra su nuove aree di business o nuovi mercati. L'amministratore delegato e alcuni senior manager della società possono fare parte del comitato



consultivo per coordinare e orientare gli incontri verso la risoluzione dei problemi e delle esigenze effettive dell'attività. I rapporti di affari che i membri dell'advisory board hanno con altre società contribuiscono a creare valore per l'impresa-famiglia: i contatti personali o professionali dei consiglieri possono infatti definire opportunità di finanziamento più vantaggiose, nuovi clienti o fornitori (Neubauer e Lank, 1998). L'indipendenza dei consiglieri, che spesso volte sono comunque persone di fiducia della famiglia (Jaffe *et al.*, 1997), rende i pareri e i suggerimenti operativi dell'advisory board imparziali ed obiettivi. Tra i vantaggi dell'advisory board, degno di nota è il fatto che i suoi membri non hanno responsabilità legale: questo aspetto riduce i costi per l'impresa (ad esempio, non è necessario fornire alcuna copertura assicurativa per i consiglieri) e rende più facile reclutarne i componenti (Tillman, 1988; Blumentritt, 2006). Di contro, il comitato consultivo funziona come un gruppo di esperti che fornisce pareri non vincolanti, che per questo non sono sistematicamente seguiti dalla società: i suoi membri hanno dunque una ridottissima influenza sull'attuazione della strategia di business (Tillman, 1988). Il principale rischio della ridotta responsabilità e influenza di quest'organo sta nel fatto che lo stesso può non essere preso adeguatamente in considerazione dal management o dai soci. Inoltre, il comitato non ha l'autorità per chiedere informazioni al management, per cui le sue raccomandazioni possono essere distorte in quanto basate esclusivamente su quanto gli amministratori sono disposti a condividere. Ancora, la mancanza di responsabilità legale può indurre i membri del comitato consultivo a proporre strategie di gestione dell'attività troppo rischiose o aggressive. Questo aspetto ne riduce l'affidabilità dei pareri per i membri del board, che rispondono personalmente sulle strategie di business poste in essere.

Con il passare del tempo, tuttavia, spesso accade che la famiglia si accorge del valore aggiunto creato dal comitato consultivo: l'esito finale di questo processo è l'invito ad alcuni membri dell'advisory board a far parte in maniera stabile del consiglio di amministrazione.

#### *La professionalizzazione d'impresa*

Quando la family firm raggiunge una complessità operativa ed una dimensione elevata diventa fondamentale costituire un board forte ed indipendente (Ward, 1988b) e dotare l'impresa di un sistema di controllo interno e di governance formali. Uno studio condotto negli Stati Uniti su oltre 80 family firm gestite da generazioni successive a quella del fondatore ha mostrato che la presenza di un consiglio di amministrazione attivo e formato per lo più da elementi esterni alla famiglia si è rivelato un fattore critico per la sopravvivenza ed il successo delle stesse (Ward, 1991). Nella sele-

zione degli amministratori, le imprese familiari dovrebbero adoperarsi per scegliere individui in grado di fornire alla società le migliori capacità e competenze possibili. In una procedura di selezione efficiente dovrebbe dunque essere valutato il potenziale contributo marginale dei candidati alla creazione del valore d'impresa piuttosto che l'appartenenza alla famiglia proprietaria. In linea generale, i tratti personali di un buon amministratore includono responsabilità e integrità, capacità di lavorare all'interno di un team, attitudine alla comunicazione e all'effettuazione di analisi, leadership, fiducia in se stessi e coraggio per affrontare e confutare le scelte effettuate da manager e membri della famiglia. Questi tratti personali devono necessariamente essere accompagnati da una serie di qualifiche professionali quali la conoscenza delle problematiche e delle potenzialità del settore in cui l'impresa opera, competenze nelle aree di marketing, finanza, contabilità e risk management, possesso di esperienze lavorative precedenti e, preferenzialmente, di una rete di conoscenze e connessioni con altre imprese, banche, clienti e potenziali finanziatori (Mueller, 1988).

Come evidenziato in precedenza, una attività si sviluppa attraversando fasi distinte (Churchill e Lewis, 1983; Greiner, 1972; Irwin, 2000; Kroeger, 1974; Scott e Bruce, 1987). In particolare, nel contesto delle family firm è necessario che siano armonizzati diversi cicli di vita, che riguardano rispettivamente la famiglia, l'impresa, la proprietà (Gersick *et al.*, 1997). Dopo un periodo di crescita veloce e di successo le imprese tipicamente affrontano una fase critica, detta anche momento della professionalizzazione. Questa prevede che il manager, che inizialmente coincide con la figura del proprietario, modifichi il suo approccio imprenditoriale ponendo l'azienda nelle mani di persone esperte, competenti ed istruite per gestire business di complessità elevate (Deakins e Freel, 2002; Perren, Berry e Partridge, 1999). Dopo le prime fasi di vita, la presenza di un advisory board non è dunque più sufficiente e le imprese sono costrette per sopravvivere ad adottare meccanismi di controllo formale e a decentrare i processi decisionali (Moore e Mula, 2000). In particolare, è fondamentale che siano implementati il controllo di gestione, il budgeting e il reporting, delegando in maniera più ampia le responsabilità (Goffee e Scase, 1987). L'aumento della complessità organizzativa impone una definizione formalizzata delle responsabilità dei manager oltre alla delega per la gestione di attività diverse ad amministratori specializzati posti a capo di specifiche unità operative. In tale contesto è opportuno che siano implementati per ogni divisione adeguati meccanismi contabili, di definizione del budget e di valutazione della performance. Caratteristica della fase di professionalizzazione è anche la crescente complessità del rapporto tra la società e l'ambiente in cui la stessa

opera, che richiede l'adozione di sistemi di controllo e di pianificazione strategica per permettere all'attività di fare fronte alle evoluzioni dell'ambiente esterno. In tale contesto possono essere messe in atto anche strategie di *Corporate Social Responsibility* (cfr. paragrafo 1.3). I sistemi di pianificazione e di controllo formale si evolvono durante il ciclo di vita della family firm (Moore e Mula, 2000) e sovente si rivelano fattori critici per garantire una continuità all'impresa (Ward, 1987). Infatti, il modo in cui è gestita la professionalizzazione – con riferimento esplicito al coinvolgimento a livello amministrativo di manager professionali esterni alla famiglia (Dyer, 1996) e l'adozione di sistemi di governance, controllo e pianificazione strategica – influenza significativamente il processo di crescita e in definitiva il successo dell'impresa (Gnan e Songini, 2003, 2004).

Se da un punto di vista teorico la professionalizzazione dell'impresa è un passo fondamentale che le family firm devono fare per garantire a se stesse una corretta evoluzione e la sopravvivenza nel lungo periodo, da un punto di vista empirico è palese la difficoltà delle famiglie a decentrare il processo decisionale e ad affidare anche solo parte delle responsabilità a manager esterni, percepiti come estranei. Infatti, nella pratica la concentrazione della struttura proprietaria consente alle famiglie di definire consigli di amministrazione formati esclusivamente da loro membri; non è dunque frequente la presenza di outsider all'interno del board di imprese familiari (Demsetz e Lehn, 1985; Ward, 1991; Yen, 1994; Larsson e Melin, 1997; Gersick *et al.*, 1997; Lee, 2006). Questi ultimi spesso sono comunque persone di fiducia che hanno rapporti continui con la famiglia a prescindere dal loro coinvolgimento nell'impresa (Brunninge, Nordqvist e Wiklund, 2007; Wu, 2008). Il risultato è che i membri del board di un'impresa familiare tendono a essere emotivamente connessi e interdipendenti tra loro (Cruz, Gomez-Mejia e Becerra, 2010), permettendo alla famiglia di mantenere il controllo assoluto sul business. Ciò riduce il rischio di conflitti di agenzia e limita le possibilità per gli amministratori esterni di porre in essere comportamenti opportunistici volti all'estrazione di benefici privati (Jensen e Meckling, 1976; Fama e Jensen, 1983b; Mizruchi, 1983; Demsetz e Lehn, 1985). Ancora, un consiglio di amministrazione composto principalmente da membri della famiglia permette un più facile monitoraggio sui manager esterni (Carney, 2005) e aumenta l'impegno del board verso la creazione del valore d'impresa (Sundaramurthy e Lewis, 2003). In questo contesto, studi hanno evidenziato che la presenza di outsider nel consiglio di amministrazione riduce l'influenza dello stesso in diverse aree di gestione del business (Ford, 1988; 1992).

Di contro, l'assenza di amministratori esterni alla famiglia ed indipendenti può generare costi importanti per le family firm. Se il concetto di amministratore indipendente varia nelle diverse economie e dipende essenzialmente dalla normativa dei singoli paesi, è altresì vero che gli elementi principali della definizione sono per lo più costanti. In linea di principio un amministratore è indipendente quando è libero da legami con il management, con la proprietà (i.e. con la famiglia) e con componenti di altri organi di governance di società con cui l'impresa ha rapporti di affari che ne potrebbero influenzare il giudizio (Barach, 1984; Heidrick, 1988; Mathile, 1988; Nash, 1988). Per rientrare nella definizione, ad esempio non possono sussistere legami o affiliazioni con organizzazioni (anche non profit) che ricevono finanziamenti dall'impresa o con importanti clienti o fornitori della stessa. L'assenza di amministratori effettivamente indipendenti all'interno del consiglio di amministrazione può rendere difficoltoso per un board costituito solo da componenti della famiglia ottenere le conoscenze e le competenze tecniche di cui è mancante, oltre a privare il consiglio della dialettica che nasce grazie alla presenza di punti di vista esterni e oggettivi sulle problematiche del business (Huse, 1995; Solomon, 2007; Bettinelli, 2011). Gli amministratori indipendenti possono anche svolgere il ruolo di "cuscinetto" tra i diversi membri della famiglia nel caso in cui questi abbiano opinioni contrastanti in merito alla gestione dell'attività (Donaldson e Preston, 1995; Luoma e Goodstein, 1999). Essi diventano l'ago della bilancia qualora si creino situazioni di stallo all'interno del consiglio (Claessens *et al.*, 2004), incentivano l'assunzione e la promozione di dipendenti qualificati anche se esterni alla famiglia fondatrice (Jaffe, 2005) e permettono alla società di beneficiare della loro rete di conoscenze (Stearns e Mizruchi, 1993; Neubauer e Lank, 1998; Johannisson e Huse, 2000; Hillman e Dalziel, 2003; Clarysse, Knockaert e Lockett, 2007; Zahra, Filatotchev e Wright, 2009). Ancora, gli amministratori indipendenti possono monitorare la famiglia evitando l'estrazione di benefici privati (Dalton *et al.*, 1998; Schulze *et al.*, 2001; Gregory e Simmelkjaer, 2002; Faccio, Lang e Young, 2001; Morck e Yeung, 2003; Anderson e Reeb 2004; Miller e Le Breton-Miller, 2006; Schulze, Lubatkin e Dino, 2003; Chrisman, Chua e Litz, 2004; Ng e Roberts, 2007) che genererebbero costi di agenzia c.d. owner-owner (Villalonga e Amit, 2006).

Alla luce della vivace dialettica sviluppatasi nella letteratura accademica in merito all'efficacia della presenza di amministratori indipendenti nel board di un'impresa familiare (si veda, tra gli altri, Ford, 1988; 1992; Solomon, 2007; Bettinelli, 2011), si rimanda al paragrafo 3.2 per la disamina della performance delle family firm condizionatamente alla composizione del consiglio di amministrazione e alla figura dell'amministratore delegato.

## 2. CONTINUITÀ D'IMPRESA E IL PROBLEMA DELLA SUCCESSIONE

Il “senior management”, ossia l’insieme di individui al più alto livello della gerarchia organizzativa di un’impresa, che comprende in primis l’amministratore delegato (anche detto AD o CEO – Chief Executive Officer), il direttore finanziario (o CFO – Chief Financial Officer) e una serie di altre figure apicali, è uno dei componenti essenziali del sistema di governance di una società. Nella maggior parte delle imprese di dimensioni medio-piccole, quali quelle caratterizzanti il tessuto economico italiano, tutti i ruoli ricoperti dai c.d. “senior manager” sono in genere concentrati in capo ad un unico soggetto, l’amministratore delegato. La qualità dei senior manager influenza in maniera significativa la performance del business e, nel contesto delle family firm, incide ovviamente sulla ricchezza della famiglia. Il loro obiettivo è infatti quello di gestire l’operatività quotidiana dell’impresa e di implementare la direzione strategica definita dal consiglio di amministrazione (di cui fanno parte). Per questo, la presenza di individui competenti e qualificati nelle posizioni di vertice è un elemento cruciale per il successo e la sopravvivenza delle imprese in generale e delle family firm in particolare.

Come rilevato nel paragrafo 1.4, negli anni immediatamente successivi alla fondazione le imprese familiari sono tipicamente amministrate dal fondatore (o, nel caso, dai fondatori). Il potere decisionale è concentrato in capo a lui e ai suoi più intimi parenti e la struttura organizzativa dell’attività è informale e destrutturata. Questo sistema, forte della elevata flessibilità che lo caratterizza, può funzionare efficacemente solo durante il primo stadio di vita dell’attività. In questa fase, un fondatore motivato e laborioso è la chiave del successo: egli definisce in autonomia ogni processo interno alla società, i ruoli, le procedure da seguire, il prodotto o servizio da offrire senza la necessità di ottenere l’approvazione di altri organi gestionali. Il busi-

ness è infatti di dimensioni così ridotte da consentire ad una sola persona di accentrare su di sé la responsabilità dell'intera gestione d'impresa. Quando l'azienda cresce in dimensioni e le sue operazioni di commerciali diventano più articolate, la concentrazione delle responsabilità in capo ad un unico individuo diventa un sistema di governance non più sostenibile. In questo caso, diventa quindi necessario implementare una struttura gestionale più formale (Ward, 1988b), che preveda il decentramento dei processi decisionali ed un corpo di amministratori qualificato e professionale (Deakins e Freel, 2002; Perren, Berry e Partridge, 1999). Purtroppo, molte family firm ignorano la necessità di professionalizzare le loro imprese e conservano i ruoli di senior management (quasi) esclusivamente per i membri della famiglia (Demsetz e Lehn, 1985; Ward, 1991; Yen, 1994; Larsson e Melin, 1997; Gersick *et al.*, 1997; Lee, 2006). Anche se questi ultimi sono manager capaci di aumentare il valore del business, spesso non hanno un'istruzione e un'esperienza tali da renderli idonei ad occupare posizioni apicali all'interno di una impresa in crescita. Le famiglie a capo di family firm di successo capiscono che nel lungo termine alcuni loro componenti devono dimettersi per essere sostituiti da outsider maggiormente qualificati per ricoprire cariche dirigenziali.

#### *Il problema della successione*

La successione al vertice è probabilmente uno dei momenti più importanti e delicati nella vita di un'impresa (Helmich, 1975; Reingenum, 1985; Miller, 1993), specialmente se familiare. Questo processo è talmente centrale per la continuità del business che Ward (1987, p. 252) definisce le family firm come «quelle imprese la cui gestione e il cui controllo saranno tramandati alle generazioni successive della famiglia». Beckhard e Burke (1983, p. 3) definiscono la successione come «il passaggio della leadership dal fondatore-proprietario ad un successore che può essere sia un membro della famiglia sia un manager esterno alla famiglia, anche detto manager professionale». Altri autori suddividono il concetto di leadership in due parti, la proprietà e la gestione (Barry, 1975) e suggeriscono l'esistenza di una varietà di possibili combinazioni delle due componenti – articolate sulla base della presenza di manager professionali o interni alla famiglia – che possono dare esito a differenti tipologie di successioni. Alcorn (1982) specifica che il termine *successione* si riferisce specificamente a modifiche nelle figure apicali, nonostante anche variazioni nei ruoli a livelli inferiori della gerarchia aziendale possano presentare problematiche simili. Tuttavia, l'attenzione deve essere focalizzata sui livelli più alti delle organizzazioni

perché «i problemi veri insorgono quando la posizione del capo è quella in cui il cambiamento è in corso» (Alcorn, 1982, p. 148).

È purtroppo un dato il fatto che molte imprese familiari facciano fatica a sopravvivere in seguito all'abbandono della gestione del business da parte del fondatore, in primis a causa di una scarsa politica di pianificazione della successione. Il 95% delle family firm fallisce prima che l'attività sia controllata dalla quarta generazione della famiglia (Neubauer e Lank, 1998) e solo un terzo delle imprese familiari nella fase immediatamente successiva all'avviamento riesce a raggiungere la seconda generazione della proprietà (Ward, 1987). Una ricerca condotta su 1002 imprese familiari ha supportato queste statistiche mostrando che solo il 35% delle società analizzate ha più di una generazione che lavora nell'impresa (Arthur Andersen, 1995). Sulla stessa linea, altre ricerche empiriche evidenziano che meno del 30% delle family firm sopravvive oltre la prima generazione e che la maggior parte di esse fallisce subito dopo l'assunzione delle responsabilità gestionali da parte della seconda generazione della famiglia (Sonnenfeld, 1988; Handler, 1990, 1992; Ward, 1997; Davis e Harveston, 1998). Ancora, solo il 10% delle società sopravvive alla terza generazione (Beckhard e Dyer, 1983a; 1983b). In questo contesto, la durata media della vita del fondatore in seguito alla costituzione dell'impresa è pari a 24 anni, periodo di tempo che corrisponde anche alla permanenza media del fondatore nella società (Beckhard e Dyer, 1983a).

L'elevato tasso di mortalità delle family firm rappresenta un serio problema non solo per le imprese ed i loro dipendenti ma in termini più generali anche per la salute dell'economia in cui le stesse operano. Le notevoli fluttuazioni di prezzo che caratterizzano il corso di molti titoli in seguito all'annuncio della successione (Freidman e Singh, 1989) evidenziano la criticità legata al momento del passaggio generazionale. Molti (e molto diversi tra loro) sono i potenziali esiti di questo processo. Nei casi in cui insider prendano il controllo dell'impresa spesso si verifica solo una modesta variazione nel team di top manager e la successione presagisce un periodo di continuità rispetto alla precedente amministrazione – in particolare se il manager succeduto rimane all'interno del board. In questi casi, tuttavia, il processo di adattamento in ambienti competitivi è rallentato (Miller, 1993). Di contro, successioni per via esterna – che riguardano manager professionisti precedentemente non coinvolti nell'impresa – frequentemente definiscono un numero troppo elevato di cambiamenti nella gestione dell'attività. Infatti, il nuovo amministratore potrebbe avere la tentazione di “forzare gli eventi” e le strategie di business con modifiche repentine delle procedure gestionali pur di affermare la propria prospettiva e “lasciare il segno” nella

società (Helmich e Brown, 1972; Hambrick e Fukutomi, 1991; Wiersema, 1995; Miller e Shamsie, 2001). Successori esterni potrebbero alternativamente determinare un periodo di indecisione e tentennamenti, causati dal procedere per tentativi nella gestione dell'attività allo scopo di raggiungere una propria dimensione e definire un nuovo equilibrio per l'impresa (Brady e Helmich, 1984; Miller, 1993). In pratica, il momento del passaggio del testimone può anticipare per la family firm un periodo di rinnovamento ovvero di squilibrio distruttivo. La probabilità associata a quest'ultima eventualità aumenta quando i membri della famiglia destinati a succedere al fondatore sono privi delle competenze necessarie o quando – come spesso accade – vi sono conflitti familiari irrisolti che potrebbero stravolgere la stabilità della società. I sopraccitati potenziali esiti disastrosi emergenti in seguito al momento del passaggio del testimone sono possibili proprio in virtù del fatto che i top manager sono il “motore” della performance della società, responsabili della sua crescita e sopravvivenza. In tal senso, se il momento della transizione è una fase delicata in generale per tutte le imprese, ancora di più lo è per le family firm. Infatti, al crescere delle dimensioni della famiglia aumenta il numero di candidati che possono ambire a ricoprire posizioni amministrative nella società. Alla luce della complessità del processo di successione e degli squilibri che i suoi esiti possono generare nell'impresa, molte family firm rimandano volutamente la pianificazione del processo, innescando crisi che a volte possono determinare la loro stessa morte.

Come evidenziato dalla vasta letteratura sulle imprese familiari e dalle numerose analisi empiriche che ne analizzano la performance in seguito al passaggio del testimone, il momento della successione è particolarmente delicato per le family firm. Pertanto, esso richiede l'analisi del processo dal punto di vista della famiglia, del management e della proprietà, al fine di comprendere adeguatamente i punti di vista delle diverse parti interessate. Lansberg (1988) descrive come il tema della pianificazione della successione sia affrontato con ambivalenza dalle famiglie, in quanto impone una varietà di cambiamenti significativi all'interno dell'impresa: i membri della famiglia devono trovare un nuovo equilibrio all'interno di nuove gerarchie, i modelli di influenza sono modificati e gli assetti proprietari – oltre al management – devono cedere il passo ad un nuovo framework. La successione influenza in maniera diretta molti stakeholder: in primis il fondatore, il manager, la famiglia, i soci ecc. Per questo, spesso tutti coloro che sono direttamente o indirettamente coinvolti nel processo “cospirano” a modo loro per non pianificare la successione (Handler, 1994). La figura maggiormente colpita è ovviamente quella del fondatore che (ragionevolmente) teme che



il ritiro dall'attività lavorativa non implichi soltanto la perdita del controllo dell'impresa ma anche una riduzione della sua autorità all'interno del contesto familiare. Inoltre, il minore potere nella family firm spesso implica anche una perdita di levatura nella comunità locale entro cui l'attività opera (cfr. paragrafo 1.3). Affrontare il tema del passaggio generazionale implica dunque l'accettazione dell'invecchiamento, della perdita del ruolo di rappresentanza, dell'abbandono dell'attività che per anni lo ha rappresentato e gli dato una identità (Danco, 1981; Rosenblatt *et al.*, 1985). L'approccio della famiglia in questa fase è spesso fortemente legato allo stadio del ciclo di vita che la stessa attraversa nel momento del passaggio del testimone. Infatti, la pianificazione del processo generalmente non inizia fino a quando il fondatore entra nell'ultima fase della sua vita lavorativa, mediamente attorno all'età di 60 anni. La negazione è in questi casi una risposta tipica anche per i componenti del nucleo familiare (Lansberg, 1988).

In virtù della sua rilevanza, il fallimento dei processi di successione intergenerazionale è stato negli anni profondamente indagato. Da un punto di vista teorico, la letteratura concorda nell'affermare che la continuità di una attività da una generazione alla successiva dipende in massima parte dalla programmazione del momento di transizione al vertice (Dyer, 1986; Handler, 1989; Lansberg, 1988; Rosenblatt *et al.*, 1985; Ward, 1987). Tuttavia, a dispetto delle evidenze che supportano l'importanza della pianificazione, la ricerca empirica mostra come le family firm spesso non tengano adeguatamente in considerazione questo aspetto e non pongano in essere alcuna procedura per affrontare – al momento opportuno – il passaggio del testimone (tra i primi a evidenziare il problema Trow, 1961; Ward, 1987; Lansberg, 1988; Handler, 1989).

Le famiglie possono ignorare l'effettiva necessità di porre in essere una pianificazione della successione per una moltitudine di ragioni che solitamente includono (Lansberg, 1988; Neubauer e Lank, 1998):

- il rifiuto dell'amministratore in carica di affrontare il momento del pensionamento e di riconoscere che l'azienda può (e deve) sopravvivere anche senza la sua guida;
- la volontà dei membri della famiglia di non creare attriti al proprio interno, soprattutto nel caso in cui vi sia la contemporanea presenza diversi individui che possono ambire a ricoprire posizioni amministrative;
- la volontà dei membri della famiglia di ritardare la decisione per la difficoltà di individuare al suo interno (o, più raramente, nel mercato del lavoro) professionalità adeguate a sostituire l'attuale amministratore delegato;

- il rifiuto dei membri della famiglia di affrontare il problema della possibile perdita – per la famiglia e per l’attività – di un leader (l’attuale amministratore, che spesso in questa fase coincide con il fondatore dell’impresa).

## 2.1. Il processo di successione

La letteratura concorda nel riconoscere che la successione al vertice – a prescindere dal fatto che coinvolga eredi del fondatore o manager esterni – è un processo e non un singolo evento (tra i primi si vedano Longenecker e Schoen, 1978; Gilmore e McCann, 1983; Gordon e Rosen, 1981; Handler, 1990). Essa non è infatti definita dal solo momento in cui si verifica il passaggio del testimone, ma piuttosto è una procedura costituita da una serie di passaggi che si susseguono temporalmente e che si conclude con il trasferimento di ruoli, competenze e responsabilità dal fondatore al suo erede. Per questo, il processo dovrebbe iniziare molto tempo prima che i successori entrino nell’attività a qualsiasi titolo. Inoltre, la sua efficacia non si limita alla designazione di un erede; la “salute” dell’impresa, la qualità della vita di chi lavora al suo interno e le dinamiche tra i membri della famiglia sono elementi essenziali e determinanti per la sua buona riuscita. Da un punto di vista teorico, il processo dovrebbe seguire diverse fasi (Gabarro, 1979; Gordon e Rosen, 1981; Gilmore e McCann, 1983) il cui fine ultimo è assicurare alla società che le capacità e la leadership essenziali per sostituire un dirigente in uscita siano disponibili quando necessario. In tal senso, è possibile affermare che l’obiettivo del piano di successione è raggiunto se e quando è selezionata la persona più competente per ricoprire la carica di futuro amministratore delegato, a prescindere dal fatto che sia o meno un membro della famiglia proprietaria. La formalizzazione del piano di successione garantisce la continuità aziendale e aumenta dunque le possibilità di sopravvivenza di un’impresa a conduzione familiare, in quanto permette la consegna dell’attività da una generazione alla successiva (Davis, 1986).

La procedura volta a predisporre l’impresa per accogliere, al momento opportuno, manager qualificati dovrebbe iniziare il più presto possibile, già durante la prima fase di vita della società. In termini generali, è possibile definire i seguenti passaggi chiave del processo:

- l’analisi preliminare sulla struttura organizzativa dell’impresa;
- il confronto tra ruoli e responsabilità effettive ed ottimali di ciascun dirigente. Per effettuare un siffatto confronto normalmente si utilizzano i parametri adottati da analoghe società non familiari;

- successivamente al confronto tra la situazione di governance ottimale e quella effettiva, viene progettata una struttura organizzativa formale, il cui fine è individuare in modo univoco i ruoli e le responsabilità di ogni manager. Alla base della nuova struttura vi deve essere la chiara individuazione delle esigenze attuali e future delle operazioni aziendali;
- la valutazione delle competenze e delle qualifiche dell'attuale dirigenza, tenendo come punto di riferimento la nuova struttura organizzativa;
- la conseguente sostituzione e/o l'assunzione di nuovi manager;
- se necessario, il decentramento del processo decisionale, che deve essere legato ai ruoli e alle responsabilità assunte dal management a prescindere dalle loro eventuali connessioni con la famiglia proprietaria;
- la definizione di una chiara politica di assunzione per i membri della famiglia (cfr. paragrafo 1.4);
- l'elaborazione di un programma di formazione interna finalizzato a sviluppare le capacità gestionali e la leadership dei dipendenti maggiormente qualificati, così che essi siano eventualmente preparati per ricoprire in futuro posizioni al vertice della gerarchia organizzativa;
- la definizione di un sistema di remunerazione che fornisca adeguati incentivi ai manager in funzione esclusivamente del loro rendimento. Per sviluppare all'interno della family firm un sentimento di fiducia, meritocrazia ed impegno a lavorare per un "bene comune" è essenziale che la remunerazione dei dipendenti sia completamente indipendente dai legami degli stessi con la famiglia proprietaria.

Nel processo di successione è possibile distinguere due differenti tipologie di family firm. Da un lato vi sono quelle che danno la priorità alla famiglia, per le quali è deciso che il testimone sarà passato ad un membro della stessa a prescindere dalle sue effettive capacità personali. Dall'altro, ci sono le imprese familiari per cui il processo assume una importanza cruciale in quanto effettivamente atto a predisporre la società ad accogliere un nuovo manager che – indipendentemente dalla sua appartenenza alla famiglia proprietaria – deve essere per l'impresa la "migliore opzione possibile per il futuro". La Tabella 2.1 riassume dunque il modo in cui le family firm affrontano le problematiche relative alla definizione dei ruoli degli amministratori e predispongono il processo di successione al vertice, a seconda che nella gestione del business venga data priorità alla famiglia o all'impresa:

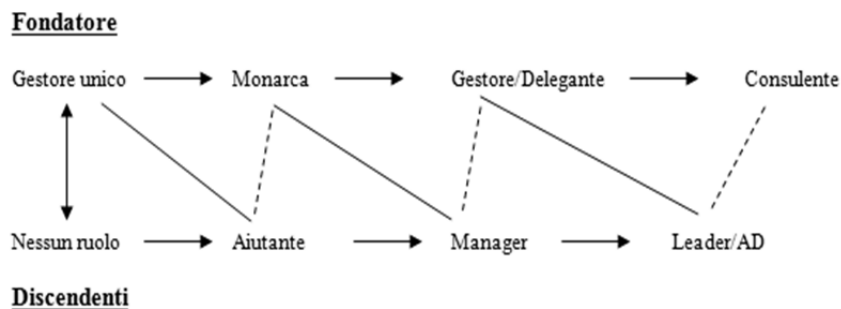
Tab. 2.1 – Ruoli e competenze nelle family firms: famiglia contro impresa

	Priorità alla famiglia	Priorità all'impresa
<b>Leadership</b>	Il tempo trascorso all'interno della family firm è valutato più del lavoro. Per questo, la leadership nasce dall'anzianità piuttosto che dalle competenze o dagli obiettivi raggiunti nel corso del tempo.	La leadership è guadagnata "sul campo". Lo scopo della proprietà è che l'impresa abbia a disposizione gli individui più capaci e le competenze più elevate per la gestione dell'attività, siano esse interne o esterne alla famiglia. Per questo i manager sono spesso esterni alla famiglia e reclutati da altre imprese operanti nello stesso settore. Tuttavia, alcune società grazie alla periodica implementazione di programmi di formazione riescono a crescere al loro interno i futuri top manager.
<b>Politica occupazionale</b>	L'impresa rappresenta una fonte di lavoro sicura per tutti i membri della famiglia. Questo è vero soprattutto per coloro che, a causa delle qualifiche ridotte e della scarsa istruzione o esperienza lavorativa, non hanno la possibilità o la capacità di realizzarsi professionalmente al di fuori della family firm.	L'impresa offre opportunità lavorative esclusivamente a individui capaci e competenti. In tal senso, l'appartenenza alla famiglia proprietaria non è un elemento rilevante per trovare occupazione all'interno della family firm: solo i membri della famiglia in possesso delle qualifiche necessarie possono entrare nella dirigenza dell'impresa. Le condizioni di impiego dei componenti della famiglia sono definite in modo chiaro ed esplicito e contengono requisiti minimi riguardo a istruzione, età e precedenti esperienze lavorative al di fuori della società.
<b>Remunerazione</b>	Lo stipendio non è funzione della competenza/esperienza degli individui, del ruolo che gli stessi hanno all'interno della società, o del contributo apportato. Infatti, la remunerazione è uguale per tutti i membri della famiglia. In tal senso, i componenti della famiglia più capaci si prendono cura dei parenti meno capaci sovvenzionandoli, ovvero "trasferendo" agli stessi parte della remunerazione che in una ottica meritocratica spetterebbe loro.	La remunerazione è definita in maniera meritocratica, i.e. è basata sulle responsabilità assunte e sugli obiettivi raggiunti. In definitiva, chi produce di più ha uno stipendio maggiore, sia esso un membro della famiglia o meno. Ridotte performance ed in generale uno scarso rendimento possono comportare il licenziamento del dipendente, anche se facente parte della famiglia proprietaria.
<b>Formazione Professionale</b>	I membri della famiglia imparano in maniera intuitiva, grazie alla presenza di lungo termine nella società, le strategie e le pratiche di gestione dell'attività. Non sono previsti programmi di formazione ufficiali.	La proprietà riconosce la necessità di fornire ai propri dipendenti – familiari e non – una preparazione formale e gli aggiornamenti relativi al loro campo di attività. Per questo, corsi di formazione sono periodicamente programmati per tutti i dipendenti. In particolare, ai membri della famiglia è richiesto di apprendere le strategie e le necessarie pratiche di gestione dell'attività.
<b>Allocazione di risorse</b>	Le risorse dell'impresa sono utilizzate per le necessità personali dei membri della famiglia (ad esempio per il pagamento di affitti, l'utilizzo di immobili o auto aziendali, la spesa per viaggi e/o altri acquisti personali ecc.). Spesso si crea una commistione difficilmente scindibile tra il patrimonio della famiglia e quello dell'attività.	C'è una separazione netta tra i beni della famiglia e quelli della società. Le risorse dell'impresa sono utilizzate in modo strategico. Per questo, la pianificazione economica e il budgeting sono elementi chiave nella gestione di impresa. Gli utili sono utilizzati per promuovere la crescita (i.e. sono reinvestiti nell'attività) o, qualora non sia possibile investire in progetti in grado di generare valore, sono distribuiti come dividendi.

Nel processo di successione è fondamentale coinvolgere tutti i membri della famiglia, il board, i dirigenti e i principali stakeholder per assicurare l'unanimità sulla scelta del successore e per consentire all'impresa di passare a fasi successive del suo ciclo di vita (Davis, 1986). Buona parte della letteratura sul tema analizza il processo considerando non tanto le sue procedure formali e burocratiche quanto l'evolversi del rapporto tra fondatore e discendente, in un percorso che prevede il raggiungimento di molteplici e diversi equilibri relazionali (Handler, 1994). In tal senso, Churchill e Hatten (1987) descrivono il tradizionale processo di successione tra padre e figlio in una family firm utilizzando un approccio incentrato sul ciclo di vita di una società. Gli autori distinguono in particolare quattro fasi: i) una prima fase in cui vi è coincidenza tra proprietà e gestione, in quanto il proprietario dell'impresa è il fondatore nonché l'unico membro della famiglia direttamente coinvolto nell'attività, ii) una seconda fase di formazione e sviluppo, in cui i figli del fondatore entrano nell'attività e ne imparano le principali regole di funzionamento, iii) una terza fase di collaborazione e coesistenza all'interno dell'impresa tra padre e figlio, e iv) un'ultima fase in cui avviene il trasferimento del potere e le responsabilità gestionali sono spostate a tutti gli effetti in capo al successore. La struttura di Churchill e Hatten (1987) è simile al modello di transizione intergenerazionale a sette stadi precedentemente definito da Longenecker e Schoen (1978). In questo caso, tre delle sette fasi avvengono prima ancora che il successore entri nell'attività come dipendente a tempo pieno, mentre i quattro step successivi prevedono un coinvolgimento del discendente gradualmente più intenso all'interno dell'attività. In particolare si distinguono: i) la fase in cui il successore può essere a conoscenza solo passivamente di alcuni aspetti dell'organizzazione, detta anche fase di pre-business, ii) la fase introduttiva, in cui i membri della famiglia attivi nell'impresa portano il discendente a conoscenza delle operazioni principali della società, benché egli non vi abbia ancora preso parte nemmeno part-time, iii) la fase in cui il successore entra a fare parte della attività di famiglia come impiegato part-time, detta anche fase introduttiva-funzionale, iv) una successiva fase funzionale, in cui il discendente passa dall'aver un ruolo part-time a un ruolo a tempo pieno, v) una fase in cui il successore inizia ad assumere – seppure in maniera graduale – responsabilità di tipo manageriale, detta fase funzionale avanzata, vi) la fase di successione iniziale, in cui il successore assume formalmente il ruolo di amministratore della società, vii) la fase di successione matura, in cui il successore diventa anche dal punto di vista sostanziale leader dell'impresa.

In linea con gli studi precedenti, Handler (1990) sottolinea che la successione rappresenta un processo di graduale aggiustamento reciproco dei ruoli tra il fondatore e gli eredi, ovvero i membri della famiglia appartenenti alla generazione successiva. L'autore identifica in particolare un processo a più stadi in cui il predecessore col passare del tempo diminuisce gradualmente la sua partecipazione nell'impresa a vantaggio di quella dei discendenti. Come evidenziato dalla Figura 2.1, è il processo di aggiustamento dei ruoli e delle responsabilità in capo al fondatore che influenza il parallelo processo di aggiustamento che riguarda i successori, i quali evolvono nell'impresa attraverso fasi di crescente coinvolgimento nell'attività. Intuitivamente, per il predecessore è necessario più tempo rispetto agli eredi per passare da un ruolo al successivo, in virtù del fatto che egli in pratica “retrocede”, riduce le proprie mansioni ricoprendo incarichi che già aveva assunto in passato. Ciò implica la difficile accettazione – anche e soprattutto da un punto di vista emotivo – della perdita di potere. Al contrario, i discendenti sviluppano il proprio status ottenendo posizioni di crescente responsabilità e prestigio.

Fig. 2.1 – Il processo di successione: aggiustamento reciproco dei ruoli tra fondatore e discendenti



Fonte: adattato da Handler (1989, p. 194)

La Figura 2.1 sottolinea che è possibile procedere lungo il percorso che conduce al pieno trasferimento di poteri solo attraverso il graduale passaggio del bagaglio di esperienza, leadership, autorità e potere decisionale acquisiti nel tempo. In particolare, il fondatore, inizialmente “gestore unico” della società (ossia elemento chiave dell'impresa ma anche della famiglia) diventa con il passare degli anni prima “monarca” (ossia decisore dell'indirizzo dell'attività, caratterizzato dal possesso di un potere premi-

nente sugli altri membri dell'organizzazione), poi "gestore-delegante" (ossia colui che decide la strategia di impresa ma delega ad altri la responsabilità di parte della sua attuazione) e infine "consulente" (ossia colui che da opinioni al nuovo amministratore sulla bontà di determinate operazioni senza averne alcuna responsabilità formale). Contemporaneamente, i membri di nuova generazione della famiglia evolvono nelle loro posizioni e passano dall'essere individui essenzialmente privi di ruolo all'interno dell'impresa ad essere "aiutanti", "manager" e infine "leader o amministratori delegati". Molti imprenditori nel corso della loro vita non riescono a superare la fase del "monarca", a causa della loro incapacità di lasciare ad altri il controllo dell'impresa che in molti casi hanno fondato. Di conseguenza, molti eredi non possono progredire in direzione opposta evolvendo oltre il ruolo di "aiutante" o "manager". Nella figura, le frecce o le linee che definiscono la transizione nei ruoli hanno lo scopo di mostrare le connessioni di questo reciproco aggiustamento delle posizioni. Il fondatore tipicamente autorizza la progressione dell'erede (freccia solida), tuttavia è l'abilità di quest'ultimo di assumere con successo una nuova carica che permette al predecessore di occupare il ruolo successivo (linea tratteggiata).

Il processo di successione solo raramente è continuo o privo di ostacoli. Inoltre, i problemi che possono causare la rottura del processo talvolta sono indipendenti dalla volontà degli attori che partecipano allo stesso. La "teoria della perdita e continuità nelle imprese familiari" (Brown, 1993) getta luce su come il processo di successione possa essere interrotto ad esempio dalla prematura scomparsa di membri della vecchia generazione o di un potenziale successore.

Se si verifica la morte in un momento di crisi o di intensa pressione esterna, lo shock può essere intensificato. Ad esempio, l'improvvisa scomparsa di un membro della famiglia nel bel mezzo di una difficile transizione della vita, come ad esempio la successione, può lasciare molte tensioni irrisolte e lavori incompiuti. (Brown, 1993, p. 118).

In questi casi, il processo deve ricominciare dall'inizio, ad evidente danno per la performance e l'equilibrio di impresa.

#### *Elementi chiave*

L'analisi della letteratura sul tema mostra da un punto di vista teorico che, anche quando analizzato da studi differenti e definito attraverso un numero più o meno elevato di fasi, il processo di successione al vertice tende a seguire una linea ben definita. Nel passaggio dalla teoria alla pratica appare tuttavia evidente come il processo – necessariamente – differisca da

impresa a impresa. La sua evoluzione e il suo esito finale dipendono infatti dalla complessità dell'attività, dal grado di coinvolgimento dei proprietari nella gestione nel business, dalla disponibilità di candidati competenti all'esterno e all'interno della famiglia. Ciò nonostante, alcuni elementi di seguito illustrati in dettaglio sono necessari per qualsiasi successione, a prescindere dalle caratteristiche dell'impresa coinvolta nel processo (Neubauer e Lank, 1998).

**Avvio precoce:** come sottolineato in precedenza, la probabilità che una successione al vertice si riveli efficace aumenta se il processo è impostato con sufficiente anticipo. La ratio alla base di questa argomentazione sta nel fatto che spesso la mancanza di candidati idonei a ricoprire la carica di amministratore delegato richiede di predisporre procedure di ricerca o training di potenziali successori. Queste procedure possono fallire, richiedendo una ulteriore implementazione delle stesse e assorbendo tempo che le family firm possono non avere. In tal senso, molti consulenti di imprese familiari consigliano di iniziare il processo di selezione del futuro amministratore sin dalla nomina dell'attuale CEO. Un siffatto tempismo, seppur apparentemente estremo, garantisce continuità al business e permette alla società di scegliere con cura un (futuro) manager ben preparato per affrontare le sfide aziendali. L'importanza di avviare il processo di selezione con rapidità aumenta se l'obiettivo è scegliere un candidato interno alla famiglia. In questo caso, infatti, il piano volto a garantire il passaggio del testimone con probabilità richiederà un periodo di tempo superiore. Questo perché il processo è vincolato (i.e. il futuro manager può essere scelto solo tra un numero ristretto di potenziali candidati) e il suo scopo non è più scegliere il miglior individuo a prescindere dai suoi rapporti con la proprietà. In alcune imprese familiari l'amministratore delegato in carica – conscio dei potenziali problemi legati al fallimento delle procedure di successione – è colui che avvia il processo. Tuttavia, nei frequenti casi in cui il CEO attuale non consideri la questione con sufficiente anticipo, un consiglio di amministrazione attivo può svolgere un ruolo importante, insistendo sulla necessità di predisporre il piano.

**Creazione di un sistema di sviluppo della carriera:** come più volte sottolineato, un piano di successione si rivela efficace quando riesce a selezionare per la posizione che deve essere ricoperta il migliore candidato possibile, a prescindere dai suoi legami con la famiglia proprietaria. Tuttavia, soprattutto se il futuro amministratore delegato è scelto tra la famiglia o tra i suoi dipendenti è fondamentale che sia posto in essere un rigoroso sistema di sviluppo della carriera. Lo scopo è preparare il potenziale CEO al ruolo



che dovrà ricoprire e alle responsabilità che dovrà assumere. Il sistema deve essere finalizzato a migliorare la competenza dei candidati offrendo loro la necessaria istruzione/formazione e fornendo agli stessi un feedback periodico sulle performance raggiunte. La promozione di una forte cultura aziendale orientata alla creazione di valore (Barney e Hansen, 1994; Habbershon e Williams, 1999) è uno strumento che le famiglie hanno per facilitare il momento del passaggio del testimone. Infatti, ciò assicura all'impresa la disponibilità di un insieme di dipendenti di talento in grado di sostenere e supportare il business nel delicato momento della transizione. Imprese familiari come Timken, Hallmark e molte altre sono note per i loro intensi investimenti nella formazione dei dipendenti, per le politiche minime di licenziamento, per i programmi di partecipazione dei lavoratori e per la scrupolosa selezione del personale (Miller e Le Breton-Miller, 2005). L'insieme di queste strategie, nello specifico gli elevati investimenti per la costruzione di una reputazione elevata e per trasferimenti della conoscenza e della cultura di impresa, contribuiscono a definire risorse che competitor non familiari non possono avere (Teece, Pisano e Shuen, 1997). Quando non sono disponibili candidati adeguati tra la famiglia ed i suoi dipendenti, alcune family firm sono costrette ad assumere un amministratore delegato esterno. In questo caso, un comitato interno al consiglio di amministrazione (ad esempio il Comitato Nomine) deve guidare il piano di successione, iniziando – prima ancora di partire con la ricerca pratica dei potenziali candidati – con la definizione dei criteri di selezione e delle qualità che il nuovo CEO deve possedere. Tuttavia, quando la scelta del successore è obbligatoriamente rivolta verso manager di professione, molte family firm si servono di cacciatori di teste professionali, che permettono loro di accedere ad un più ampio bacino di candidati.

**Costruzione del consenso:** la probabilità che il futuro amministratore delegato riesca a gestire l'impresa con successo dipende dalla sua accettazione da parte dei principali stakeholder della società. Per questo, è fondamentale che nel processo di selezione del futuro manager sia coinvolto il più elevato numero possibile di stakeholder, con riferimento in particolare al consiglio di amministrazione e a tutti i membri della famiglia proprietaria.

**Accettare consigli:** prima di scegliere il proprio successore è fondamentale che il fondatore ovvero l'amministratore delegato in carica si affidi e accetti consigli dagli amministratori indipendenti. Se queste figure non esistono nel sistema di governance della società, diventa opportuno consultare almeno senior manager non appartenenti alla famiglia. Alcune imprese si

rivolgono anche al consiglio di famiglia<sup>1</sup> (si vedano tra gli altri Kirby e Lee, 1996; Leon-Guerrero, McCann e Haley, 1998; Jaffe e Lane, 2004), in particolare quando i potenziali candidati sono membri della famiglia stessa.

**Illustrare il processo di transizione:** una volta che il successore è stato selezionato, è fondamentale che all'interno della family firm sia sviluppato un processo di transizione che formalizzi e semplifichi il più possibile il momento del “passaggio delle consegne”. Pertanto, deve essere specificato il periodo in cui si verificherà il passaggio del testimone. Inoltre, al fine di evitare conflitti tra il manager succeduto e il successore, è importante che siano definiti *ex ante* i livelli di coinvolgimento nel business dell'attuale CEO in seguito al suo ritiro dall'attività (ad esempio, la sua eventuale permanenza nel consiglio di amministrazione, la partecipazione a determinate attività, l'assunzione di ruoli di rappresentanza formale ecc.).

Uno studio condotto nel 2012 da PricewaterhouseCoopers<sup>2</sup> su 1952 imprese familiari localizzate in oltre trenta paesi “fotografa” la situazione globale delle family firm e la loro posizione nei confronti del tema della successione al vertice. Tra le family firm intervistate, l'80% è presente sul mercato da oltre 20 anni e il 38% da oltre 50 anni. Il 28% delle società campionate è alla terza o quarta generazione della famiglia e sempre il 28% ha generato un fatturato superiore a 100 milioni di dollari nel solo 2011. Nonostante la crisi che negli ultimi anni ha colpito l'economia mondiale, il 65% delle imprese ha rilevato un aumento delle vendite e l'80% prevede una situazione di crescita – sia essa veloce o costante – nei prossimi cinque anni. Sorprendentemente, nonostante oltre il 40% delle family firm incluse nel campione sostenga l'intenzione di tramandare la proprietà e la gestione dell'attività alla generazione successiva della famiglia, oltre la metà degli amministratori esprime dubbi sulla passione, la competenza e la capacità dei discendenti di gestire l'impresa. Il resto del campione non mostra una visione definita ed univoca sulle proprie politiche future. In questo quadro, il 25% delle famiglie esprime la volontà di conferire le azioni ai propri discendenti assumendo però manager esterni per la direzione del business. La

<sup>1</sup> Il consiglio di famiglia è un organo di governance talvolta utilizzato nelle imprese familiari. Esso è composto da membri della famiglia eletti da una assemblea cui partecipano – in modo del tutto informale – i componenti della stessa. Il consiglio di famiglia delibera anch'esso in maniera informale, perlopiù su questioni legate alla gestione dell'impresa. L'organo viene di norma costituito quando la famiglia raggiunge una dimensione critica, con oltre 30 membri.

<sup>2</sup> *Family Business Survey 2012*. Per informazioni aggiuntive consultare l'url: [www.pwc.com](http://www.pwc.com).

motivazione principale addotta per giustificare una siffatta volontà è stata l'impossibilità di individuare capacità gestionali adeguate tra i componenti della famiglia. Un altro 17% sostiene la decisione di vendere o di quotare (e, successivamente, vendere) le azioni a titolo definitivo. Nel complesso, l'indagine rivela tra le imprese familiari in tutto il mondo una marcata tendenza – che sottolinea somiglianze fondamentali nell'affrontare il critico problema della successione al vertice – oltre alla presenza di differenze soprattutto di carattere culturale e legate al mercato in cui le società operano. In generale è comunque evidente un'inaspettata presa di consapevolezza (con un dato superiore al 50% del campione) da parte delle famiglie proprietarie sulla possibile mancanza di competenza dei propri discendenti. Questo elemento contribuisce a spiegare la volontà di vendere e/o quotare le società in seguito al ritiro dell'attuale amministratore e fa ben sperare in merito alla sopravvivenza futura delle family firm.

Come più volte evidenziato, spesso il processo di successione al vertice per le imprese familiari non funziona. Se da un lato il passaggio del testimone può anticipare un periodo di novità e di rinnovamento per la società, dall'altro un processo mal gestito può portare la stessa sul baratro. Il modo in cui questa fase è condotta e – soprattutto – il suo esito dipendono in gran parte dalle caratteristiche del fondatore e dei suoi successori, siano essi discendenti o manager esterni alla famiglia. Le peculiarità di queste figure ed il modo in cui le loro capacità imprenditoriali influiscono sulla performance di impresa sono approfondite rispettivamente nel prosieguo del capitolo 2 e nel capitolo 3.

## **2.2. Il fondatore**

### *Caratteristiche principali: le radici del successo*

Il ruolo e le caratteristiche dei fondatori delle family firm sono stati profondamente indagati dalla letteratura manageriale che si è focalizzata in particolare sugli aspetti psicodinamici della leadership (Levinson, 1971, 1983; Kets de Vries, 1985). In linea generale, è possibile affermare che gli imprenditori sovente manifestano un bisogno di realizzazione, di potere e di controllo (McClelland, 1961) che riflette un desiderio di immortalità (Becker, 1973) e un senso di indispensabilità rispetto all'impresa. Collins, Moore e Unwalla (1964) sono tra i primi a rilevare una significativa somiglianza nelle esperienze infantili di molti fondatori: la fuga dalla povertà, dalla precarietà ovvero l'abbandono dei genitori sono parte dell'esperienza di vita dell'impre-

ditore medio. Il successo personale di molti uomini e imprenditori affermati sembra dunque avere radici in traumi infantili. L'impresa frequentemente diventa il legame del fondatore con la realtà e il suo modo di affrontare i conflitti di identificazione sviluppati in giovane età. In maniera simbiotica, l'imprenditore si unisce all'impresa per sostenere il suo fragile ego e il senso di autostima e potere (McClelland e Burnham, 1976) che non è riuscito a soddisfare in passato. Consistentemente, altri studi evidenziano che l'obiettivo dei fondatori di gestire una propria attività emerge essenzialmente dal bisogno di controllo che scaturisce dalle loro personali difficoltà con i temi della dominanza e sottomissione (Kets de Vries, 1985). Secondo Levinson (1971) l'impresa conferisce significato al fondatore in tre modi distinti. In primis, egli inizia l'attività allo scopo di sfuggire all'autoritarità della figura paterna con cui frequentemente ha un rapporto conflittuale (Collins, Moore e Unwalla, 1964). In secondo luogo, l'impresa rappresenta la "creatura" dell'imprenditore; similmente, i suoi impiegati sono lo strumento che gli permette di dare forma e sostanza all'attività. In ultimo, l'aspetto forse di maggiore rilievo pratico: la family firm rappresenta una sorta di estensione del fondatore stesso, al punto che il problema della successione spesso si acutizza a causa della sua personale preoccupazione di abbandonare la società cui ha dato la vita, che rappresenta e nella quale si identifica.

Il bisogno di realizzazione degli imprenditori può nascere dalla profonda diffidenza che essi hanno nei confronti del mondo che li circonda. La necessità di conferme e di considerazione da parte del mondo esterno (Kets de Vries, 1985) – che attraverso lo "strumento" della family firm diventa una realtà temuta ma contemporaneamente identificata come una potenziale fonte di affermazione – in parte spiega la difficoltà dei fondatori nel prendere atto dell'esigenza di impostare il processo successione in termini dinamici, occupandosi quindi della futura sopravvivenza e del benessere dell'impresa. In sostanza, fa parte della natura del leader avere difficoltà nel rinunciare a ciò a cui si è dato la vita e che è stato gestito e condotto fino al successo (Churchill e Lewis, 1983; Dyer, 1986; Greiner, 1972; Kets de Vries, 1985; Levinson, 1971). In generale, è possibile affermare che i fondatori considerano il problema del futuro dell'impresa e il tema dell'eventuale successione in molti modi improduttivi, talvolta addirittura dannosi per la stessa società. Danco (1982) biasima il fondatore di commettere "eutanasia societaria", che definisce come il comportamento del proprietario di "uccidere" volontariamente l'impresa a causa del suo rifiuto di impostare durante la propria gestione una valida organizzazione in grado di permettere la continuità.

Questo disastro si verifica perché il proprietario dell'impresa non può affrontare il fatto che ad un certo punto egli deve... e sarà sostituito. Se il proprietario di una attività di successo, che ha avuto la capacità, la visione e il coraggio per costruire la società dal nulla, non ha il coraggio di affrontare i problemi del futuro, allora il suo banchiere e avvocato lo faranno per lui sulla via del ritorno dal suo funerale – quattro vetture indietro dai fiori. (Danco, 1982, p. 5).

### *Il paternalismo*

Una caratteristica peculiare di molti fondatori è il paternalismo. Esso deriva in gran parte dai tratti psicologici sopraccitati quali il bisogno di potere, di controllo e dal senso di indispensabilità che l'imprenditore vive nei confronti della propria società, della famiglia e in generale dell'ambiente che lo circonda (McClelland, 1961). Il paternalismo è definito come la tendenza a prendersi eccessivamente cura degli altri, al punto da interferire con le loro decisioni e autonomia (Chirico *et al.*, 2012; Pellegrini e Scandura, 2008). La letteratura tende a rappresentare questa caratteristica come un atteggiamento che combina una forte autorità ad una benevolenza paterna (Farh e Cheng, 2000; Farh *et al.*, 2006). Di fatto, l'implicita dicotomia tra un comportamento autoritario e uno altruista determina risultati spesso contraddittori (per una review sul tema, si veda Pellegrini e Scandura, 2008). In un contesto organizzativo, il paternalismo implica un modo di relazionarsi con i propri collaboratori contemporaneamente protettivo e dominante, che culmina in un marcato tentativo di impedire qualsiasi evoluzione nell'impresa. Di conseguenza, il paternalismo spesso genera resistenza al cambiamento. Esso è prevalente soprattutto nelle culture che danno valore al collettivismo (Gelfand, Erez e Aycan, 2007) in cui ogni membro identifica se stesso in virtù della sua partecipazione ad un gruppo (sia esso familiare o sociale) piuttosto che in virtù delle sue personali peculiarità (Hofstede, 2001). A causa della forte volontà di garantire la continuità del business attraverso la costruzione di una cultura di impresa focalizzata sul "bene comune", sulla famiglia e sull'interdipendenza tra i membri della stessa, le family firm tendono a essere più collettiviste che individualiste (Sharma e Manikutty, 2005; Zahra, Hayton e Salvato, 2004). La frequenza dei rapporti lavorativi padre-figlio assieme alle sopraccitate caratteristiche rende il paternalismo una caratteristica comune della cultura delle imprese familiari (Chirico e Nordqvist, 2010) e un tratto predominante della personalità dei fondatori (Dyer, 1986; Johannisson e Huse, 2000).

Nel contesto organizzativo, l'aspetto "benevolo" del paternalismo si riferisce a tutti quegli atteggiamenti del fondatore che evidenziano una preoccupazione per il benessere del personale dipendente e dei familiari (Pellegrini e Scandura, 2008; Redding, Norman e Schlander, 1994). Il ritorno della protezione offerta è la messa in essere – da parte dei c.d. subordinati – di compor-

tamenti conformi alle direttive dell'imprenditore (Pellegrini e Scandura, 2008). Secondo questa visione, l'unione di preoccupazione e premura proprie del fondatore (Westwood e Chan, 1992) sarebbero in definitiva in grado di supportare la performance d'impresa (Lim, Lubatkin e Wiseman, 2010).

Tuttavia, in linea con la definizione di paternalismo, l'insieme dei comportamenti protettivi posti in essere dal fondatore non è esclusivamente il frutto di una disinteressata benevolenza bensì rappresenta anche il modo in cui lo stesso afferma il proprio potere. La pretesa implicita per la protezione offerta è infatti l'obbedienza incondizionata (Uhl-Bien e Maslyn, 2005), che rivela il non secondario aspetto "autoritario" del paternalismo. Secondo questa prospettiva, i rapporti tra fondatore e subalterni (siano essi membri interni o esterni alla famiglia) sono basati sul controllo: l'ubbidienza mostrata dai subordinati non nasce da un sentimento di gratitudine ma serve come strumento per evitare ripercussioni ovvero la perdita di quei privilegi che derivano dal lato benevolo del paternalismo. Quando l'aspetto autoritario domina su quello benevolo si genera nell'impresa una situazione di stasi organizzativa: il leader tende infatti a negare ad altri la possibilità di ricoprire ruoli di responsabilità e la libertà di fare scelte autonome (Dyer, 1986). La conseguenza economica di siffatte dinamiche è la mancata combinazione di risorse, opinioni ed idee all'interno della family firm, che di fatto impedisce (o quantomeno limita) la creazione di valore.

In virtù di questi elementi, gli studiosi tutt'ora non convergono nel definire il paternalismo come un bene (si veda, tra gli altri, Pellegrini e Scandura, 2006) o come un male (Uhl-Bien e Maslyn, 2005) per il successo di una impresa (Chirico *et al.*, 2012). Tuttavia, è possibile affermare che vi è uniformità di vedute nel riconoscere che all'aumentare di questo tratto della personalità del fondatore cresce la resistenza al cambiamento e si riducono le possibilità che sia posta in essere una efficiente strategia di successione.

### *Classificazioni*

La letteratura sulle family firm mostra che i fondatori, per quanto restii a porre in essere processi atti a garantire un efficiente passaggio del testimone, cercano di garantire continuità alle loro imprese attraverso le generazioni successive della famiglia (Iannarelli, 1992; Kets de Vries, 1993; Corbetta e Montemerlo, 1999). Solo in un secondo momento e/o in mancanza di membri della famiglia disposti ad assumere la gestione della società, i fondatori considerano come potenziali successori anche i c.d. insider esterni alla famiglia (ossia individui che non hanno legami di sangue o di parentela con l'imprenditore ma che già fanno parte del board della società) oppure manager professionisti che non hanno precedenti rapporti con l'impresa

(Ward, 1987). Scopo del processo di selezione del successore è garantire la presenza tra le generazioni più giovani di una serie di potenziali discendenti ben preparati per amministrare quando necessario la società. In questo contesto, i valori che definiscono il rapporto tra la famiglia e l'impresa rappresentano un elemento chiave non solo per la gestione ordinaria della società ma anche per affrontare il momento del passaggio del testimone e la successiva amministrazione del nuovo CEO.

L'abilità del fondatore nel selezionare e trasmettere ai potenziali successori una serie ben definita di valori può facilitare il processo di successione e garantire continuità e crescita all'impresa (Kets de Vries, 1993; Corbetta e Montemerlo, 1999). Una interpretazione estrema di questa argomentazione sottolinea addirittura che la continuità di vedute tra il fondatore ed il suo discendente sia un elemento più importante per una efficace realizzazione del processo di successione persino della predisposizione di una pianificazione formale dello stesso (si veda tra gli altri, Santiago, 2000). Tuttavia, parte della letteratura manageriale contesta questa argomentazione evidenziando come l'eccessiva coincidenza tra i valori dell'amministratore succeduto e quelli del suo erede possa dare origine ad una successione marcatamente conservativa, il cui esito è un pericoloso periodo di inerzia organizzativa e l'incapacità dell'impresa di evolvere o di adattarsi alle mutazioni dei mercati (si veda, tra gli altri, Miller, Steier e Le Breton-Miller, 2006). In un tale contesto, la coerenza tra i valori del fondatore e quelli del discendente non è garanzia del perseguimento degli obiettivi di crescita dell'impresa, che dipende – ovviamente – anche dalla natura dei valori trasmessi (Dyer, 1986).

Considerando i principi che li guidano nella gestione dell'impresa e nella definizione del passaggio del testimone, studi empirici mostrano che gli imprenditori non formano un gruppo omogeneo. Questa evidenza ha indotto molti accademici a raggruppare gli stessi per tipologie. Le classificazioni fornite dalla letteratura sono molteplici e perseguono obiettivi diversi, differenziando ad esempio gli imprenditori dagli amministratori delegati (Collins, Moore e Unwalla, 1964) e collegando i valori degli imprenditori alla profittabilità delle loro aziende (Donckels e Fröhlich, 1991). Questa eterogeneità permette agli accademici di identificare i fattori rilevanti nel definire la performance e il successo (o il fallimento) delle imprese e aiuta a creare una connessione tra l'andamento di una società ed il comportamento del suo fondatore. Per primo Smith (1967) evidenzia due tipologie opposte di imprenditori: artigiani e opportunisti. L'imprenditore artigiano si focalizza sul presente e sul passato dell'impresa, ha un'istruzione tecnica specializzata ed è caratterizzato da un basso livello di fiducia e flessibilità. Al contrario, l'imprenditore opportunisto tende ad avere un'istruzione di livello

avanzato, è ben consapevole del contesto sociale in cui opera e all'interno del quale è profittevolmente inserito ed è costantemente orientato al futuro. Grazie alla sua flessibilità e predisposizione al cambiamento quest'ultimo è più efficace nel prendere decisioni che favoriscono l'innovazione. Il lavoro di Smith (1967) ha dato il via ad una vastissima letteratura che descrive gli imprenditori per gruppi (tra gli altri, Donckels e Fröhlich, 1991; Kets de Vries, 1977). A prescindere dalla classificazione, gli accademici sono in ogni caso concordi nel riconoscere la rilevanza dei valori degli imprenditori nel determinare il successo di un'impresa. Seguendo questa linea, García e López (2001) classificano gli imprenditori sulla base dei valori di cui sono portatori considerando almeno due dimensioni strutturali. La prima è relativa al valore aziendale (che, in linea teorica, vede il bene dell'impresa contrapposto a quello della famiglia), la seconda riguarda il valore psicosociale (che distingue l'obiettivo egoistico legato alla realizzazione di sé stessi da quello che privilegia un orientamento di gruppo). Quando il fondatore è orientato verso la famiglia nella dimensione legata al valore aziendale, l'impresa rappresenta solo un mezzo per guadagnare da vivere per se stesso e per i suoi cari; al contrario se l'orientamento è verso l'impresa questa viene di fatto vista come qualcosa al di là di un semplice strumento per la sopravvivenza e diventa una entità autonoma non necessariamente vincolata alle esigenze della proprietà. Per ciò che concerne la dimensione relativa al valore psicosociale l'orientamento verso il gruppo implica che lo sviluppo del business è limitato alla soddisfazione dei bisogni della famiglia; al contrario se l'orientamento è verso l'auto-realizzazione, lo sviluppo personale dell'imprenditore è funzione della sua possibilità di innovare e di inventare continuamente all'interno dell'impresa. In base alla posizione degli imprenditori riguardo a ciascuna dimensione è possibile classificare gli stessi in quattro diverse tipologie (rappresentate in Figura 2.2), ovvero:

- *fondatore realizzatore*, orientato verso la famiglia nella dimensione legata al valore aziendale e verso il gruppo nella dimensione relativa al valore psicosociale;
- *fondatore tradizionale*, orientato verso l'impresa nella dimensione legata al valore aziendale e verso il gruppo nella dimensione relativa al valore psicosociale;
- *fondatore inventore*, orientato verso la famiglia nella dimensione relativa al valore aziendale e verso l'auto-realizzazione nella dimensione relativa al valore psicosociale;
- *fondatore stratega*, orientato verso l'impresa nella dimensione legata al valore aziendale e verso la realizzazione di sé nella dimensione relativa al valore psicosociale.



Fig. 2.2 – Valori e classificazione dei fondatori

Valore psicosociale	Se stesso Gruppo	Valore Aziendale	
		Impresa	Famiglia
		Fondatore stratega	Fondatore inventore
		Fondatore tradizionale	Fondatore realizzatore

### *Trasmissione dei valori e impostazione della successione*

Come evidenziato, la ricerca accademica mostra la presenza di una sostanziale eterogeneità tra gli imprenditori per quel che concerne i loro valori. La letteratura non è ad oggi in grado di stabilire a priori se i principi che i fondatori comunicheranno ai loro discendenti potranno costituire un punto di forza o di debolezza per l'evoluzione dell'impresa familiare. Tuttavia, da analisi e interviste fatte successivamente al passaggio del testimone, i discendenti sembrano in generale riconoscere che la conoscenza dei valori e dei metodi di gestione dell'attività tramandata dai manager succeduti si è rivelata uno strumento importante per l'evoluzione della family firm. Infatti, la presenza di una relazione continuativa e stretta tra fondatore e successore permette a quest'ultimo di apprendere le problematiche, i punti di forza e di debolezza dell'impresa attraverso l'esperienza diretta di chi prima di lui l'ha gestita (Fiegenet al., 1994). La conoscenza delle specificità del business ottenuta tramite la consapevolezza dei successi e dei fallimenti di chi lo ha preceduto si rivela un patrimonio prezioso che non può essere – a prescindere dalla cultura e dal livello di istruzione del discendente – in nessun caso studiato “a tavolino” ovvero in un corso universitario. In definitiva, l'apprendimento per via empirica delle problematiche e delle potenzialità legate alla gestione d'impresa è uno strumento potentissimo in grado di fornire alle generazioni future una visione imprenditoriale della società. I valori condivisi con i discendenti conferiscono dunque un capitale sociale<sup>3</sup> all'impresa (Bourdieu, 1989) sia che venga perseguita una politica orientata alla continuità rispetto alle tradizioni della famiglia, sia che il discendente opti per introdurre nella società elementi di innovazione e di rottura con il passato. Attraverso un processo pianificato nel lungo periodo (Steier, 2000), il fondatore dovrebbe dun-

<sup>3</sup> Il capitale sociale è definito come «la relazione tra individui [...] che facilita l'azione e crea valore» (Arregle et al., 2007, p. 75). La letteratura evidenzia che il capitale sociale delle famiglie è una delle più durevoli e influenti forme di capitale sociale in virtù della stabilità, interdipendenza, interazione e chiusura verso l'esterno (Nahapiet e Ghoshal, 1998) che caratterizzano le family firm.

que tramandare alla generazione successiva i valori e la cultura d'impresa che ne definiscono ed enfatizzano il vantaggio strategico (Ward, 1997).

Come già in parte evidenziato la trasmissione di valori, per quanto in linea generale rappresenti un elemento di vantaggio competitivo per l'impresa familiare, può tuttavia in alcuni casi essere l'origine di un periodo di stasi organizzativa. Infatti, in contesti di mercato altamente competitivi e mutevoli, l'eccessivo radicamento ai valori ed ai metodi di gestione utilizzati in passato può impedire al successore di avere la necessaria flessibilità e capacità di adattamento ai nuovi contesti. In questo caso, il vantaggio competitivo può nascere solamente da nuove strategie definite attraverso una combinazione di nuovi e vecchi valori d'impresa e non da un semplice adattamento dei valori e delle politiche del passato sulle nuove esigenze del business. In quest'ottica, i problemi che spesso le imprese devono affrontare in seguito al passaggio generazionale possono dipendere dalla incapacità del fondatore di trasmettere i valori di impresa in maniera adeguata, ovvero portando il successore a conoscenza dei principi di gestione del business da lui utilizzati in maniera critica ed enfatizzando il concetto di imprenditorialità come strumento per affrontare la mutevolezza del mercato e per identificare – in questa – nuove opportunità (Johannisson, 1987). I pro e i contro relativi alla trasmissione dei valori da una generazione all'altra evidenziano dunque due prospettive profondamente differenti. Il valore effettivo del processo di trasmissione può essere elevato e concretizzarsi in un chiaro vantaggio per i successori o, al contrario, può generare stagnazione e inerzia, compromettendo la sopravvivenza futura dell'impresa (Garcia-Alvarez e Lopez-Sintas, 2006).

#### *L'uscita di scena*

In seguito all'inevitabile successione, sia essa pianificata o meno, esistono diverse modalità in cui il fondatore può scegliere di abbandonare il proprio ruolo. Gli imprenditori possono infatti lasciare l'impresa contro voglia, solo se costretti da forze esterne (quali la malattia o la morte, si veda in tal senso il caso della Ford Motor Company, la cui storia è riportata nel paragrafo 1.3 e nel paragrafo 2.3.1) ovvero pianificando allo stesso tempo un modo che permetta loro in futuro di riprendere il potere. Al contrario, l'abbandono della attività può avvenire con spirito positivo, con l'idea di diventare successivamente consulenti della società (mantenendo quindi il ruolo nella stessa ma con un ridotto livello di responsabilità) ovvero cercando altre imprese su cui focalizzare la propria attenzione (Sonnenfeld, 1988). A causa della difficoltà emotiva legata all'idea di lasciare la società cui hanno dato vita e/o contribuito al successo, molti di questi fondatori selezionano – più o meno intenzionalmente – successori destinati al fallimen-

to (Levinson, 1974). Per quanto questa sia una eventualità da evitare a tutti i costi, la selezione di un successore inadeguato “soddisfa” il senso di immortalità e di indispensabilità del leader in virtù del fatto che in sua assenza l’impresa vive momenti di difficoltà. Queste caratteristiche della personalità del fondatore, elemento comune a molti imprenditori, contribuiscono in maniera significativa a definire una successione problematica (Danco, 1980, 1982). Per questo, la modifica dell’atteggiamento del fondatore prima che sia posto in essere il processo di successione aumenta le probabilità di avere un passaggio del testimone efficace e permette alla family firm di guardare il futuro con maggiore ottimismo e fiducia nella performance dell’impresa (Thompson, Streib e Kosa, 1960). La letteratura evidenzia diversi approcci che possono supportare i fondatori nell’affrontare la loro uscita di scena permettendo così il superamento della resistenza al cambiamento. In generale, lo scopo è fare sì che l’imprenditore aumenti la consapevolezza di se stesso e guardi con positività la possibilità di affrontare nuove sfide professionali. In altre parole, il fondatore deve prendere coscienza dell’opportunità di continuare ad essere un manager ed un imprenditore, diretto però verso nuovi obiettivi (Zaleznik e Kets de Vries, 1985).

### **2.3. Il discendente**

Troppe volte il processo di successione nelle imprese familiari non funziona. Se il momento del passaggio del testimone può anticipare un periodo di rinnovamento e di successo per la società, è altrettanto vero che in seguito al cambio al vertice la stessa può affrontare un periodo di difficoltà da cui non sempre riesce ad uscire. L’esito del processo, tra gli altri fattori analizzati fino ad ora, dipende necessariamente dalle qualità e dalle caratteristiche del successore, sia esso un componente della famiglia o un outsider. Il suo non semplice compito è quello di sostituire il fondatore, colui che ha dato vita al business e che ne è stato responsabile del successo. Nelle fasi di studio iniziali gran parte della letteratura sul passaggio del testimone ha focalizzato l’attenzione sul ruolo del fondatore in quanto figura chiave di entrambi i sistemi che nella family firm si uniscono: l’impresa e la famiglia (si veda ad esempio Danco, 1982; Schein, 1983). In origine, gli altri membri del gruppo familiare venivano identificati solo genericamente. I primi studi in questo senso “fuori dal coro” – espressione del tentativo di analizzare il problema della successione dal punto di vista dell’erede – includono lo studio della progenie di Patrick (1985), l’analisi del coniuge di Danco (1981) e lo studio della relazione padre-figlio di Davis (1982). Ancora Ba-

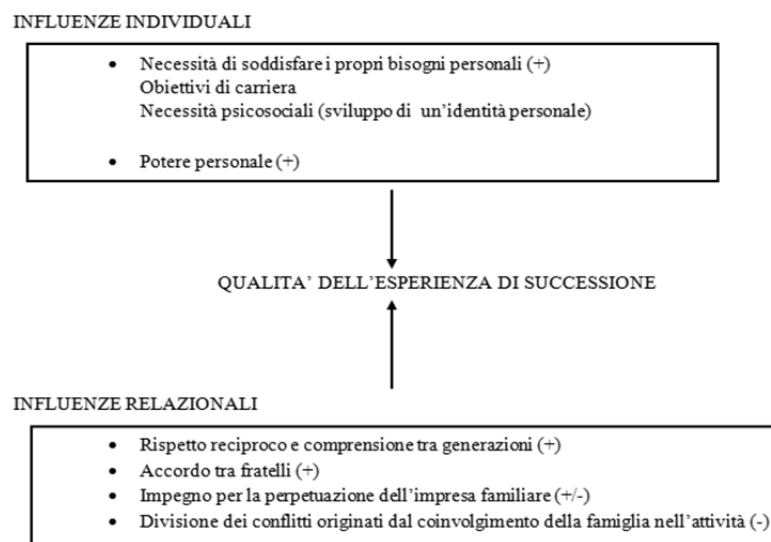
Barach *et al.* (1988) sono stati tra i primi ad indagare le strategie di entrata delle generazioni future nelle family firm. In particolare, Patrick (1985) analizza la percezione di soddisfazione di un campione composto da 115 figli nelle loro relazioni lavorative con i padri. I risultati suggeriscono che «è del tutto possibile sentire che il lavoro nell'impresa di famiglia con il proprio padre come capo sia un'esperienza soddisfacente» (Patrick, 1985, p. 213). Stabilire una buona relazione lavorativa con il padre-fondatore dipende in gran parte dalla capacità di accettare e riconoscere i ruoli, le gerarchie e le esigenze dell'attività e dall'umiltà che caratterizza l'individuo preposto a assumere – solo in futuro – una posizione di vertice.

#### *La costruzione della leadership*

La letteratura più recente indaga le caratteristiche dei discendenti che permettono alle family firm di vivere in maniera positiva il processo di successione. In generale, l'evidenza empirica mostra che per gli eredi una strategia di ingresso ritardato nell'attività porta molti vantaggi: fare esperienza al di fuori dell'azienda di famiglia è una prassi consigliata (Barach *et al.*, 1988). Le esperienze di vita e di lavoro – soprattutto quando effettuate in un ambiente non “ovattato” come quello della family firm – sono infatti cruciali e contribuiscono a costruire la personalità del discendente e a determinarne l'intelligenza (Kramer, 1995). La pratica professionale e il livello d'istruzione influenzano il modo in cui un successore costruisce la propria reputazione, la sua percezione delle opportunità e delle insidie nella gestione dell'impresa e in generale il modo in cui il business è amministrato. Discendenti privi di qualifiche o di esperienza nel mondo degli affari hanno dunque maggiore probabilità di incorrere in rischi di mala gestione. Essi non hanno mai visto come altre imprese dello stesso settore operano e di conseguenza hanno difficoltà a giudicare l'adeguatezza del loro comportamento. Lo stesso problema può essere causato da una pratica poco approfondita fatta ad esempio all'interno di una sola società. L'esperienza professionale dei discendenti spesso inizia addirittura prima dell'adolescenza, con gradual processi di socializzazione all'interno della family firm (Iannarelli, 1992). Su questa linea, i fattori critici che permettono un corretto sviluppo della leadership prevedono che il discendente trascorra il maggior tempo possibile con il padre, che sia esposto alle diverse problematiche legate alla gestione del business, che attraverso l'esperienza ottenga conoscenze che gli permettono di affrontare le suddette problematiche e che sia incoraggiato dal predecessore nel prendere iniziative al fine di apportare un contributo personale alla strategia imprenditoriale.

Handler (1989; 1992; 1994) evidenzia una serie di fattori che influenzano l'efficacia del passaggio del testimone focalizzandosi sulle caratteristiche del successore. L'autore rileva che quanto più un discendente raggiunge nel contesto dell'impresa familiare il soddisfacimento dei propri obiettivi di carriera, dei bisogni legati alla fase di vita e di quelli psicosociali, tanto più probabilmente vivrà una successione positiva. Considerando non solo l'influenza individuale del discendente ma anche i suoi rapporti con il resto della famiglia, Handler (1989; 1992; 1994) sottolinea anche che la probabilità di una successione felice è direttamente proporzionale alla capacità dei futuri leader di esercitare un'influenza personale nell'attività di famiglia e di costruire un rapporto basato sul rispetto e sulla comprensione reciproca, all'armonia e all'accordo tra gli eredi nell'affrontare questioni riguardanti la family firm e all'impegno del nuovo leader per la perpetuazione dell'attività di impresa come un valore di famiglia. Di contro, la presenza di tensioni tra i componenti della stessa dovute al disaccordo su problematiche riguardanti la gestione della società riduce significativamente la probabilità che il passaggio del testimone sia positivo per la continuità dell'attività (Handler, 1989; 1992). La Figura 2.3, adattata da Handler (1992), riassume gli aspetti individuali e relazionali del discendente determinanti un processo di successione di qualità.

Fig. 2.3 – Il processo di successione: aspetti individuali e relazionali determinanti un processo di successione di qualità



Fonte: adattata da Handler (1992, p. 288)

A prescindere dagli sforzi volti a migliorare la qualità delle relazioni del discendente all'interno della famiglia, la personalità rimane l'elemento maggiormente determinante per la definizione di un buon leader. L'impatto della personalità dell'erede nella costruzione della sua leadership è particolarmente evidente nelle imprese centralizzate, dove il controllo è nelle mani di un solo individuo la cui influenza è preponderante sulla strategia e sui processi organizzativi (Miller e Droge, 1986; Miller, Kets de Vries e Toulouse, 1982). Kets de Vries e Miller (1984) per esempio mostrano come una personalità ossessiva e depressiva possa ridurre – da un punto di vista più sostanziale che formale – il potere dell'erede e dare origine ad una gestione caratterizzata da stagnazione strategica e perdita di tempo su dettagli irrilevanti, con un focus rivolto più all'interno dell'impresa che verso il mercato.

Studi recenti, nel tentativo di comprendere i fattori determinanti una transazione al vertice positiva condizionatamente alle caratteristiche dei discendenti, si sono focalizzati su specifici membri delle generazioni future della famiglia, quali le figlie (Barnes, 1988; Iannarelli, 1992) o i fratelli (Friedman, 1991). Ad esempio, i risultati di Birley (1986) – basati su uno studio che considera la decisione di studenti di college di ritornare o meno a lavorare nell'impresa di famiglia dopo la scuola – mostrano come il senso di responsabilità nei confronti della family firm non sia percepito solo dal figlio maggiore. Barnes (1988) evidenzia che i figli più giovani del fondatore non riescono a liberarsi dei legami e del ruolo che ricoprono all'interno della gerarchia familiare “originale” anche quando diventano amministratori dell'impresa. In tal senso, quando assumono la carica di amministratore delegato, essi diventano figure chiave della società all'interno di una gerarchia familiare non corrispondente: la differente posizione occupata nelle gerarchie di impresa e di famiglia può causare disagio e tensione per tutti i membri della stessa. In molte family firm, a prescindere dalle caratteristiche e dalle qualità imprenditoriali dei singoli membri della famiglia, sopravvive ancora oggi l'idea che l'attività – tramandata alle generazioni future – sarà gestita dal figlio primogenito del fondatore (Dumas, 1989). In tale contesto, è evidente che la coesistenza di un primogenito poco talentuoso con fratelli minori carismatici e dotati di capacità di leadership può creare pesanti contrasti all'interno della società e incidere in maniera negativa sull'efficacia del processo di successione. La lotta tra fratelli per controllare o gestire l'attività (Lansber, 1999; Pitts, 2000; Swogger, 1991) può generare stagnazione e inerzia: uno blocca le azioni dell'altro e, in mancanza di una figura dominante, l'impresa è limitata nella sua operatività. Un modo per gestire la rivalità impone di lavorare con i fratelli considerandoli come individui unici con talenti speciali (Friedman, 1991). Questa strategia

valorizza i fratelli che passano dall'essere soggetti stereotipati ad essere elementi essenziali per l'impresa, consente di sviluppare empatia tra gli stessi e di ridurre il rancore a favore di un sentimento di giustizia ed equità. In tale contesto il vecchio metodo di gestione dei conflitti, che spesso implica l'affidamento sulla figura genitoriale, deve essere sostituito con un approccio più adulto: la leadership è infatti più efficace quando i fratelli non sono paralizzati dai legami con i genitori e riescono a far fronte ai potenziali conflitti affrontandosi senza considerare l'aiuto dei parenti.

### *Il ruolo delle donne*

Nel processo di graduale inserimento nella family firm e di socializzazione con i lavoratori e gli amministratori della società spesso le ragazze sono trattate in maniera differente rispetto ai loro fratelli (Iannarelli, 1992). In particolare, esse trascorrono meno tempo, sviluppano meno competenze e sono meno incoraggiate a proseguire nel percorso di costruzione di una leadership individuale rispetto ai fratelli. È frequente che i genitori “scelgano per loro” senza fornire alle stesse gli strumenti necessari per conoscere le opzioni disponibili per il loro futuro. Dumas (1989) evidenzia come molte figlie non siano nemmeno valutate dai padri come potenziali amministratori della società. Per questo, Dumas (1989) definisce queste discendenti come “successori invisibili”. Allo stesso modo, anche le figlie tendono a non considerare l'entrata nel business familiare come una possibile opzione; la loro eventuale assunzione del comando dell'impresa sembra infatti essere causata da un improvviso vuoto di leadership nella family firm ovvero da circostanze inaspettate che obbligano le stesse ad entrare nell'impresa di famiglia.

Queste evidenze possono aiutare a comprendere perché ancora oggi vi sia un divario consistente tra il numero di uomini ed il numero di donne alla guida di imprese familiari. Tuttavia, il numero di donne responsabili della gestione di family firm sta gradualmente aumentando. Nel 2012, il 24% di family firm negli Stati Uniti era gestito da un amministratore delegato o da un presidente di sesso femminile, mentre il 31,3% di imprese familiari dichiarava che il futuro successore sarebbe stato una donna. In definitiva, oggi quasi il 60% delle family firm vede donne in posizione di comando<sup>4</sup>. In questo panorama, solo il 2,5<sup>5</sup>% delle imprese non familiari incluse nella li-

<sup>4</sup> Per ulteriori dettagli, consultare l'url [www.massmutual.com](http://www.massmutual.com).

<sup>5</sup> Per ulteriori dettagli, consultare l'url [www.familybusiness.unh.edu](http://www.familybusiness.unh.edu).

sta Fortune 1000<sup>6</sup> sono attualmente gestite da figure femminili, una percentuale significativamente inferiore a quella evidenziata per le family firm. Una plausibile spiegazione per il divario evidenziato tra non family e family firm può essere la presenza del canale preferenziale che, in una realtà economica dominata da figure maschili, possono percorrere le figlie del fondatore grazie alla loro relazione privilegiata (e al legame di sangue che hanno) con il leader della società.

### *Innovazione e conflittualità*

La letteratura sulle family firm evidenzia che ogni generazione che entra nella gestione dell'attività – sebbene influenzata dai principi trasmessi dai membri della generazione precedente ed in particolare dall'amministratore uscente – porta con sé nuovi ideali, valori e obiettivi (Gersick *et al.*, 1997; Healey, 1990). Le generazioni più giovani della famiglia sono dunque una fonte importante di idee innovative, che la leadership dell'impresa generalmente apprezza a prescindere dall'effettiva attuazione delle proposte (Healey, 1990). Su questa linea, gli incentivi più frequentemente menzionati dai discendenti come stimolo ad entrare nella family firm sono legati all'opportunità di tradurre i propri valori in azioni concrete (Gersick *et al.*, 1997). Tuttavia, mentre Healey (1990) afferma che le idee dei nuovi membri della compagine amministrativa ricevono una considerazione non irrilevante, la ricerca mostra che il processo decisionale – sia esso riferito ad imprese o fondazioni familiari – rimane di fatto significativamente influenzato dai fondatori di prima generazione (Gersick *et al.*, 1997). Nella pratica, i leader che hanno dato vita alla family firm sono raramente messi in discussione all'interno delle loro famiglie o della loro attività.

Questo argomento suggerisce che l'inserimento di nuove generazioni nell'impresa familiare determina con elevata probabilità sentimenti di ostilità tra i componenti della stessa. La ricerca conferma questa ipotesi evidenziando che le family firm più di altre società sono esposte a rapporti conflittuali (Zellweger e Astrachan, 2008). Un sondaggio su 150 individui incentrato sullo sviluppo della relazione padre-figlio mostra che la relazione tra i due può essere considerata relativamente armoniosa solo quando il padre è in età matura ma ancora efficacemente attivo nel contesto lavorativo (attorno ai 50 anni) e il figlio è sulla strada per diventare adulto ma è ancora palesemente troppo giovane per ricoprire cariche dirigenziali (tra i 20 e i 30 anni circa).

<sup>6</sup> “Fortune 1000” è una lista compilata e pubblicata con periodicità annuale dalla rivista statunitense Fortune, che classifica le 1.000 più grandi imprese statunitensi sulla base del loro fatturato.



D'altro canto, la relazione tende a diventare problematica quando il padre inizia ad invecchiare e di conseguenza è nella posizione di affrontare – più o meno esplicitamente e consapevolmente – il problema legato al suo ritiro dall'attività (oltre i 60 anni) mentre il figlio è abbastanza adulto da pretendere l'assunzione di maggiori responsabilità (ovvero dopo i 35 anni) (Davis, 1982). Focalizzandosi sulle relazioni intergenerazionali e sulla qualità del processo di successione Seymour (1993), in un'analisi che coinvolge 77 imprese, evidenzia una relazione positiva tra la qualità del rapporto tra membri di generazioni diverse e la formazione del successore. Come già in parte evidenziato, in presenza di conflitti legati alla coesistenza tra generazioni multiple, la definizione di una struttura amministrativa formalizzata (cfr. paragrafo 1.4) facilita la crescita e l'evoluzione dell'impresa familiare. Regole e procedure ben definite sono infatti essenziali per la gestione e la risoluzione dei contrasti che nascono a causa di discrepanze tra le idee ed i valori delle nuove generazioni e quelli della generazione del fondatore.

#### *Tipologie di discendenti inadeguati*

Una volta conclusosi il processo di successione ed ottenuto il controllo dell'impresa, i discendenti sono spesso costretti a scontrarsi con la significativa influenza esercitata nella precedente gestione dai fondatori e con il rapporto intimo che gli stessi hanno creato negli anni con l'impresa e coloro che vi lavorano. La combinazione di questi elementi, assieme al vasto divario di esperienza e conoscenza tra l'amministratore succeduto ed il suo erede, possono rendere il compito di chi dovrà assumere il comando dell'attività una vera e propria sfida per la sopravvivenza (Lansberg, 1999). Ad aggiungere criticità ad una siffatta situazione è la già evidenziata resistenza al cambiamento propria dei fondatori e la loro difficoltà a lasciare la società che hanno creato nelle mani di nuovi leader (cfr. paragrafo 2.2) che li spinge – più o meno consciamente – a selezionare successori destinati al fallimento (Levinson, 1974). Levinson (1974) evidenzia in particolare tre tipologie di successori "inadeguati" che vengono frequentemente scelti da un fondatore per assumere la gestione dell'attività: i c.d. "fedeli servitori", i "vigilanti pazienti" e i "falsi profeti". Il primo è un aiutante servile e scrupoloso, completamente privo delle caratteristiche e delle competenze che definiscono un buon leader; al contrario, il secondo è una persona produttiva che capisce tuttavia di dovere aspettare perché gli venga concesso potere a livello sostanziale oltre che formale, a volte per un periodo di tempo indefinito. Il falso profeta rappresenta invece una scelta irrealistica per un successore in quanto la sua area di competenza non è in alcun modo correlata al ruolo che gli viene richiesto di ricoprire. Una successione fallimentare –

o comunque problematica (Hall, 1986) – si verifica anche come conseguenza di una c.d. riproduzione “omosociale” (Kanter, 1977). Questa avviene quando il fondatore cerca di perpetuare la propria immagine attraverso il futuro leader, tramandando l’impresa ad un successore molto radicato nel passato della società, che non solo condivide ma imita i suoi stessi valori e il suo approccio di gestione d’impresa.

Generalizzando, è possibile sostenere che le reazioni di un successore immaturo possono definire atteggiamenti estremi che si concretizzano in un eccessivo rifiuto del passato, con la tendenza a modificare ogni strategia posta in essere dalla precedente leadership o, al contrario, in un’eccessiva dipendenza del nuovo amministratore nei confronti della gestione del predecessore. Ancora, vi può essere una situazione di ambivalenza e confusione in cui il nuovo leader è di fatto bloccato tra la continuità e la rottura rispetto alle strategie imprenditoriali del fondatore (Kets de Vries e Miller, 1984). Tali comportamenti possono manifestarsi in molteplici aspetti della struttura dell’attività generando situazioni spesso estreme ovvero ambivalenti che vivono la dicotomia tra stagnazione e abbandono, consenso compulsivo e conflitto, burocrazia e caos conducendo al conservatorismo, alla ribellione e all’indecisione (Miller, Steier e Le Breton-Miller, 2006). Molte sono le ragioni alla base di siffatti esiti di un processo di successione, la maggior parte delle quali hanno radici nell’infanzia del discendente e nel suo rapporto con la figura del genitore.

Una prima motivazione, originatrice di atteggiamenti estremi, è legata al gap insolitamente elevato (in media pari ad almeno 25-30 anni) che la successione intergenerazionale crea in termini di età, esperienza e conoscenza del business tra il vecchio ed il nuovo amministratore (Handler, 1994). Questo divario, l’immaturità del successore e la possibile relazione parentale che carica la posizione del nuovo amministratore di emozioni che esulano dalla pura e comprensibile tensione causata dall’assunzione di nuove responsabilità, creano con facilità reazioni di sottomissione e/o ribellione dell’erede nei confronti della figura genitoriale (Kets de Vries e Miller, 1984; Kimhi, 1997). Le dinamiche che portano alla realizzazione di siffatti modelli di successione nascono in genere molto tempo prima del momento in cui vi è l’effettivo trasferimento del potere e maturano nella storia familiare del nuovo leader e dei suoi genitori. Le interazioni genitore-figlio possono infatti influenzare il modo in cui un futuro leader percepisce la propria autorità e la utilizza per dirigere una società (Kets de Vries e Miller, 1984). In pratica, i rapporti con il padre e la madre già nella fase della prima infanzia hanno un impatto duraturo sulla personalità, i valori e il comportamento del bambino. Durante il processo di sviluppo, i figli alternativamente

si identificano e si distinguono dai genitori. Queste reazioni possono essere molto intense e sono in genere tanto più pronunciate quanto più forte è il carattere e la personalità dei genitori. Con il passare del tempo, queste stesse relazioni si stabilizzano e assumono la forma di modelli di interazione duraturi (Minuchin, 1974).

Nell'analisi delle cause di comportamenti estremi o ambigui da parte di un discendente, è opportuno rammentare che i fondatori di molte family firm di successo sono figure risolte e imponenti. Essi sono ricchi, rispettati e spesso persino temuti (Kets de Vries, 1996). L'evidenza empirica mostra come i discendenti di questi imprenditori debbano competere con un ego potente per ottenere attenzione. In particolare, la letteratura sulla psicologia dello sviluppo suggerisce che i figli possono essere vittime del fascino dei genitori che idealizzano (Kernberg, 1975) con la conseguente difficoltà a stabilire una propria identità indipendente. A peggiorare le cose, alcuni imprenditori tendono a vedere i loro figli come estensioni di se stessi, di conseguenza esercitando su di loro un potente controllo. L'esito di questa educazione è un figlio conservatore cui manca il coraggio di seguire le proprie idee soprattutto in merito a questioni i cui esiti influenzano non solo se stesso ma anche parenti e affini, quali quelle relative alla family firm (Kets de Vries, 1996; Minuchin, 1974). Al contrario, un comportamento distante e deludente da parte di un genitore può anche portare i discendenti a seguire un proprio individuale percorso che culmina con la negazione del credo che gli è stato inculcato sin dalla tenera età. Nel tentativo di ottenere indipendenza i discendenti sviluppano sentimenti di ribellione che li spingono ad opporsi ai predecessori (Kets de Vries e Miller, 1984). In questo contesto, poiché la family firm rappresenta la creazione della figura paterna nonché il simbolo del suo potere, la successione di un figlio ribelle può portare alla distruzione – più o meno consapevole – della società. Infine, una combinazione irrisolta di idealizzazione della figura paterna e di contemporanea opposizione alla stessa è spesso la causa di un comportamento ambivalente del discendente, confuso e indeciso tra il proseguimento delle orme paterne e il tentativo di affermare una propria individualità. Il figlio ammira il genitore, ma vuole anche raggiungere un certo livello di indipendenza (Miller, Steier e Le Breton-Miller, 2006). L'ambivalenza che emerge da una siffatta commistione di sentimenti, come evidenziato nel prosieguo del capitolo, può generare la paralisi decisionale in ultimo limitando le probabilità di sopravvivenza dell'impresa in seguito al passaggio del testimone.

Un'ulteriore ragione alla base di siffatte reazioni da parte dei discendenti è legata all'elevata concentrazione di proprietà e controllo nelle mani di pochi individui (esponenti in genere di una famiglia) che caratterizza la

maggior parte delle family firm. Che la tendenza del nuovo amministratore sia verso il conservatorismo o l'azione, in pochi hanno il potere di contrastarlo. È infatti caratteristica non solo del fondatore ma anche dei suoi successori percepire il business che hanno creato o di cui hanno successivamente assunto le redini come un'estensione di se stessi, al punto di cercare di averne il completo controllo (Dyer, 1986; Lansberg, 1999). Le reazioni suddette – naturali esiti della scelta di un successore inadeguato – derivano dunque dalla personalità dei discendenti e non da esigenze dell'impresa. Per questo, è frequente che a loro volta determinino la messa in atto di strategie di business non appropriate ovvero la definizione di modelli di governance inadeguati.

Alla base del fallimento del passaggio del testimone di una impresa familiare vi sono dunque svariate motivazioni. Queste includono piani di successione poco chiari, discendenti privi delle competenze e delle capacità necessarie, rivalità interne alla famiglia (Dyer, 1986; Handler, 1990, 1992, 1994; Lansberg, 1999; Pitts, 2000). Altre motivazioni sono legate al fatto che il futuro leader è spesso scelto sulla base di fattori personali ed emotivi. Questo è particolarmente vero nel caso di una successione padre-figlio dove le aspettative della famiglia implicano che il discendente assuma il controllo della società a prescindere dalle sue capacità manageriali. Come evidenziato in precedenza in questi casi, se non è possibile scegliere la persona giusta per ricoprire la carica è opportuno quantomeno fornire al successore tutto l'aiuto di cui necessita o, considerando un differente punto di vista, identificare rapidamente i problemi che possono emergere nella fase del passaggio del testimone e nella successiva amministrazione. I potenziali problemi possono in primis sorgere in seno alla strategia, all'organizzazione e alla governance della società, elementi universalmente riconosciuti come determinanti della performance di impresa (Fuchs *et al.*, 2000). In linea con Fuchs *et al.*, (2000), la strategia è caratterizzata dal livello di consenso e dalla coerenza degli obiettivi di impresa ovvero dalla capacità di assunzione dei rischi (si veda a tale proposito anche Miller, 1993). Seguendo gli stessi autori, la governance è valutata in base al potere ancora detenuto dal fondatore (si veda Lansberg, 1999), mentre l'organizzazione è descritta dalla chiarezza degli obiettivi, dal livello di burocrazia e conflittualità interno alla impresa e dalla centralizzazione del potere. L'individuazione dei segnali di allarme relativi a una transizione potenzialmente problematica può aiutare i manager ad affrontare direttamente la questione e fornisce indizi circa le cause ad essa sottostanti. Miller, Steier e Le Breton-Miller (2006) identificano questi segnali. In particolare, gli autori riscontrano come alla base di ogni successione problematica vi sia un rapporto inadeguato

tra il passato di un'organizzazione ed il suo presente (si veda in tal senso anche Gersick *et al.*, 1997; Kets de Vries, 1996; Kets de Vries e Miller, 1984; Lansberg, 1999; Miller, 1991, 1993). In altri termini, in seguito all'analisi di qualsiasi processo di successione problematico e/o fallimentare è possibile rilevare da parte del discendente i) un attaccamento troppo forte al passato (che definisce uno schema di successione c.d. conservativo e, di conseguenza, un discendente "conservatore"), ii) un rifiuto del passato (che definisce uno schema di successione che gli autori chiamano "ribelle"), iii) un disequilibrio tra la visione storica dell'impresa e le sue prospettive future (che definisce uno schema di successione c.d. "oscillante", associato a un discendente "indeciso"). Ognuno di questi modelli rappresenta un differente tipo di successione problematica ed è caratterizzato da tendenze differenti riguardo la strategia, l'organizzazione, la governance. Di conseguenza, ogni schema presenta i suoi peculiari segnali di allarme. I membri delle imprese familiari devono porre particolare attenzione a questi segnali e considerarli come punti chiave del cambiamento al fine di permettere all'impresa di uscire dal momento critico e di ritornare a prosperare (o, quantomeno, a sopravvivere). Ciascun modello di successione richiede specifici cambiamenti nella strategia, nell'organizzazione e nella governance. Queste modifiche possono essere messe in atto con l'aiuto della famiglia o del consiglio di amministrazione mentre il successore è in carica, oppure il processo di cambiamento può essere avviato con adeguato anticipo così che nell'attività ci siano ancora risorse sufficienti per effettuare una profittevole inversione di tendenza (Miller, Steier e Le Breton-Miller, 2006).

### *2.3.1. Il discendente conservatore*

In una successione conservativa, l'amministratore delegato succeduto di fatto rimane – fisicamente ovvero spiritualmente – al controllo dell'impresa anche in seguito alla conclusione del passaggio del testimone. Infatti, il successore è caratterizzato da un estremo attaccamento al passato dell'organizzazione e dalla dipendenza nei confronti del vecchio CEO anche dopo che quest'ultimo si è ritirato dall'attività o è deceduto. Il segno che il predecessore ha lasciato nell'impresa, le sue strategie ed il suo approccio nei confronti dell'attività continuano ad essere punti fermi del business. Esito di una siffatta successione è un periodo caratterizzato da un livello di conservatorismo estremo, in cui le strategie di gestione di impresa e l'organizzazione della stessa rimangono "bloccate nel passato", inalterate nella forma e nella sostanza rispetto a quanto precedentemente stabilito dal

fondatore (Miller, Steier e Le Breton-Miller, 2006). Gli schemi gerarchici e i metodi di comunicazione sono immutati nel tempo. I membri del consiglio di amministrazione non variano rispetto alla gestione precedente: i consiglieri del fondatore, coloro che hanno contribuito con il loro lavoro a portare l'impresa allo stadio attuale restano nella società e continuano la loro attività senza modifiche. Spesso è lo stesso fondatore a rimanere all'interno del board al fine di controllare l'operato del successore e di esercitare la sua influenza sullo stesso. Rispetto ai loro concorrenti, le imprese guidate da successori conservatori non subiscono cambiamenti negli obiettivi, nell'estensione del business, ovvero nei servizi/prodotti offerti e nei mercati di sbocco. Anche i modelli d'interazione rimangono identici a quelli del passato: è sempre la stessa tipologia di dipendente – con le caratteristiche già selezionate dal fondatore – ad avere opportunità di carriera. Una siffatta stabilità strategica è spesso riflessa da una consolidata efficienza: le imprese continuano ad affermarsi sempre attraverso le stesse attività.

Se la presenza di una sostanziale coerenza strategica può essere da un lato fonte di stabilità, dall'altro l'incapacità di evolvere in un contesto mutevole può definire un precoce invecchiamento della società. L'ovvia conseguenza è l'allontanamento dei fornitori e la perdita di clienti. Infatti, anche di fronte a stimoli esterni quali l'aumento della competitività del mercato, queste imprese mostrano incapacità di adattarsi ai nuovi sistemi di gestione del business e di affrontare le sfide sui processi innovativi lanciate dalla concorrenza. I manager rivolgono la propria attenzione a questioni interne all'attività, quali l'efficienza o la qualità del prodotto e non si focalizzano sulle esigenze mutevoli di un mercato in continua evoluzione. Per questo, le successioni conservative sono particolarmente pericolose in ambienti caratterizzati da elevata incertezza, dove le imprese devono cambiare prodotti e ambiti di operatività per rimanere competitive. Lo stesso tipo di successione può essere invece alquanto innocua quando c'è poca esigenza di cambiamento: la continuità generata dal conservatorismo può indurre infatti ad un approfondimento delle competenze e ad un consolidamento dei punti di forza (Miller, Eisenstat e Foote, 2002).

### *Il caso Ford (II)*

Un esempio di successione conservativa in cui l'amministratore succeduto rimane nel board dell'impresa è rappresentato dal già citato caso della Ford Motor Company (cfr. paragrafo 1.3). Come evidenziato, il fondatore della più grande industria automobilistica statunitense lasciò il comando della società dopo avere ricoperto per ben 35 anni il ruolo di amministratore delegato. Nel 1938 Ford pose al vertice della family firm il figlio Edsel,

unico erede, ma continuò ugualmente a controllare l'attività da dietro le quinte con la collaborazione dell'ex capo della sicurezza interna Harry Bennett – suo amico e uomo di fiducia – di fatto privando di sostanza la carica attribuita al discendente. Anche in seguito alla prematura scomparsa di Edsel, fu Henry Ford a decidere chi dovesse assumere la gestione della società. La sua scelta ricadde su ancora una volta su Harry Bennett, che avrebbe dovuto gestire l'impresa almeno fino al compimento del trentaduesimo anno di vita dei nipoti. In seguito alle insistenti manifestazioni di contrarietà sulla decisione di porre al vertice Bennett da parte della moglie Clara e della nuora Eleanor, nel 1943 Henry Ford – all'età di 80 anni – decise di ritornare a capo della società nonostante le sue precarie condizioni di salute mentale e fisica. Il ruolo di Henry Ford fu meramente di facciata, mentre l'attività era sostanzialmente gestita da Charles Sorensen e dallo stesso Bennett. Tuttavia, il fondatore non si rassegnò mai ad essere diventato una figura marginale e di sola rappresentanza per la società che senza di lui non avrebbe conosciuto la vita. Vedendo il suo ruolo progressivamente privato di sostanza, egli diventò persino geloso di Sorensen che licenziò nel 1944<sup>7</sup>. Fu dunque solo nel 1945, dopo quasi sette anni dal primo ritiro di Ford dall'attività – periodo in cui l'impresa aveva rischiato il fallimento e vissuto la paralisi dal punto di vista organizzativo, gestionale e dell'innovazione – che il nipote di Ford, Henry Ford II assunse la carica di presidente. Come noto, quest'ultimo riuscì ad avviare il necessario processo di ristrutturazione della compagnia già caldeggiato da Edsel ma categoricamente rifiutato dal fondatore (e da chi in suo nome gestiva la società) fino ad allora.

L'esempio del passaggio del testimone tra Henry Ford e suo figlio Edsel mostra come successioni conservative possano avere conseguenze disastrose. Come già evidenziato, questo è tanto più vero quanto più il settore ed in generale l'ambiente in cui opera l'impresa è mutevole e soggetto a profonde spinte innovative. Questo tipo di successione punisce chi prova ad agire in modo differente, rifiuta dipendenti propositivi ed allontana i clienti che cercano prodotti nuovi. In poco tempo, la quota di mercato dell'impresa si riduce ed i margini di guadagno si assottigliano. Nel caso della Ford Motor Company, la società arrivò persino a rischiare il fallimento a causa del costante rifiuto di Henry Ford di sostenere il processo di ristrutturazione dell'impresa proposto dal figlio, il quale alla fine si adeguò alle posizioni assunte dal padre e ai suoi metodi di gestione dell'attività. Queste successioni sono più probabili in imprese che per anni hanno registrato performance cre-

<sup>7</sup> Per approfondimenti, si veda Watts (2006).

scenti, caratterizzate da un ampio potere di mercato e da un ridotto numero di competitor. Esse sono comuni anche nei casi in cui l'amministratore delegato succeduto è stato un personaggio potente all'interno dell'impresa e della comunità in cui la stessa opera, oltre che nei casi in cui la maggior parte del team di manager della vecchia gestione rimane a far parte del board anche in seguito all'abbandono del fondatore. La Ford Motor Company – leader nel settore della produzione di auto per la classe media americana del primo Novecento, con un fondatore rispettato le cui capacità erano riconosciute a livello globale – rientra perfettamente in questa descrizione.

### *Il caso Bata*

La storia di Bata, uno dei colossi mondiali delle calzature, rappresenta un esempio di successione di tipo conservativo (Miller, Steier e Le Breton-Miller, 2006). L'azienda, ispirata al modello fordista, già poco tempo dopo la sua fondazione (che avvenne nel 1894 da parte di Tomas Bata) divenne uno dei principali produttori di scarpe al mondo grazie all'utilizzo di macchine a vapore e alla meccanizzazione del processo produttivo. Il suo primo prodotto di massa, chiamato "Batovky" era una scarpa di pelle e tessuto adatta per la classe lavoratrice e notevole per semplicità, stile e per il prezzo più che ragionevole a cui veniva venduta. L'impresa ebbe il suo primo boom di vendite nel 1914 grazie alle commesse militari che ricevette da parte dell'impero austro-ungarico.

A causa della crisi economica globale che seguì la prima guerra mondiale, la domanda di calzature e in generale di beni di consumo crollò verticalmente. Tuttavia, il fondatore Tomas Bata riuscì a reagire alla crisi attraverso una strategia il cui obiettivo era dimezzare il prezzo delle scarpe. Per permettere l'attuazione della strategia e per evitare di perdere il posto di lavoro, i dipendenti della società accettarono di vedersi temporaneamente ridotto lo stipendio del 40%. A sua volta Bata accettò di fornire agli stessi cibo, abbigliamento e altri beni di prima necessità a metà prezzo. In questo contesto, Tomas Bata fu uno dei primi industriali al mondo a introdurre il concetto di partecipazione agli utili per i dipendenti attraverso la concessione di bonus di produzione e la trasformazione dei suoi lavoratori in soci tramite una remunerazione che comprendeva in parte azioni. In pratica, egli concesse loro quello che oggi viene definito un incentivo economico basato sulla performance ed un piano di stock options<sup>8</sup>. Questa lungimirante stra-

<sup>8</sup> Per una disamina su vantaggi e punti deboli legati al concetto di stock option, sull'impatto delle stock option sulla governance delle imprese e sui piani di azionariato dei dipendenti si



tegia permise all'impresa di aumentare la produzione e di assumere nuovi impiegati. In linea con quanto già asserito sulla Ford Motor Company in merito al radicamento territoriale e sulla Brunello Cucinelli riguardo alla condivisione con la forza lavoro della mission e della strategia d'impresa (cfr. paragrafo 1.3), Bata divenne presto una family firm fortemente orientata al sociale. La sede di Bata divenne una vera e propria città-industria. Nell'area erano raggruppate concerie, una fabbrica di mattoni, un'azienda chimica, officine meccaniche e per la produzione di gomma, una fabbrica di cartone per la produzione di imballaggi, una fabbrica di tessuti per i rivestimenti di scarpe e la produzione di calze, una centrale elettrica ed una serie di attività agricole che permettevano di soddisfare le esigenze dei dipendenti dell'impresa e delle loro famiglie. La società aveva sviluppato con successo strategie di integrazione orizzontali e verticali (cfr. paragrafo 1.1): le attività di produzione di componenti necessari alla fabbricazione di scarpe erano integrate all'interno della stessa Bata, che riusciva così a seguire l'intera filiera di lavorazione dei suoi prodotti. Inoltre, i dipendenti e le loro famiglie avevano a loro disposizione tutti i servizi necessari per il vivere quotidiano. La Bata, così come la Ford, aveva messo a punto un piano a lungo termine di corporate social responsibility ed una strategia di partecipazione della forza lavoro allo spirito dell'impresa (cfr. paragrafo 1.3) che nel già nel breve periodo diede i suoi frutti.

Tomas Bata morì in un incidente aereo nel 1932 e il figlio Tomas J. Bata prese immediatamente il suo posto al vertice della società. Gli affari continuarono a fiorire fino all'avvento della seconda guerra mondiale, quando i nazisti requisirono la fabbrica che nel 1945 venne nazionalizzata dalla Repubblica Cecoslovacca. Ostinato e dotato di competenze manageriali comparabili a quelle del defunto padre, nel 1946 Tomas J. Bata fondò in Canada una "nuova" società, la Bata Shoe Organization. Tuttavia, dopo un periodo di iniziale espansione, già a metà degli anni Novanta del XX secolo, Bata – ora Bata Shoe Organization – era considerata un lustro perduto. Infatti, a dispetto dei successi industriali ottenuti dal fondatore Tomas Bata e da suo figlio Tomas J. anche in periodi storici ed economici caratterizzati da guerre e profonde crisi, l'avvento in qualità di amministratore delegato di Tomas Bata Junior, figlio di Tomas J. e nipote del fondatore, segnò l'inizio del declino dell'impresa. Il progressivo peggioramento delle performance della società non fu legato solo alla modesta gestione di Tomas

veda, tra gli altri, DeFusco, Johnson e Zorn (1990), Spisni (2000), Bertinetti (2000) e Salvi (2001).

Junior, ma anche al suo rapporto con il padre, una figura che la storia e le sue stesse azioni dipingono come particolarmente autoritaria e dispotica. Infatti, essere l'unico figlio di un padre leggendario può essere una fortuna solo in parte. Se vi sono molti vantaggi legati al raggiungimento di posizioni di prestigio senza la fatica di dovere fare la c.d. "gavetta", vi è allo stesso tempo l'enorme peso delle aspettative ed una lotta spesso frustrante per acquisire una propria identità lontano dall'ombra del genitore. Il successo dell'erede viene spesso attribuito all'eredità paterna; al contrario i suoi fallimenti sono costantemente confrontati con le vittorie del predecessore, ai cui standard il figlio non è in grado di adeguarsi (Pitts, 2000). Tomas Junior subentrò al padre in qualità di CEO nel 1984. Durante tutta la sua vita egli era stato formato perché al momento opportuno potesse assumere il comando dell'impresa di famiglia. Per questo, aveva frequentato la stessa scuola del padre e aveva lavorato come apprendista sia presso una ditta concorrente sia dentro la stessa Bata. Tuttavia, se l'istruzione e l'educazione lo avvicinavano al genitore, il carattere lo rendeva una figura profondamente diversa: mentre Tomas J. era socievole e sicuro di sé, egli era introverso. Questa sua peculiarità ebbe come conseguenza il fatto che, anche quando Tomas Junior vedeva opportunità di profitto per l'impresa, non era in grado di perseguirle con abbastanza fiducia o risorse tali da rafforzare la strategia di business di Bata. Stando alle parole di un dirigente che aveva lavorato a Bata,

Se [Tomas Junior] fosse stato una persona forte, non sarebbe nemmeno entrato nell'impresa. Se lui mi diceva di fare qualcosa, il giorno dopo era certo che suo padre [Tomas J.] lo avrebbe contraddetto. (Pitts, 2000, p. 53).

Negli anni Ottanta e Novanta, la concorrenza per Bata diventò sempre più forte da parte di imprese come Nike che, grazie alla presenza di un marchio riconosciuto a livello globale, erano in grado di catturare una quota crescente del mercato relativo a calzature, abbigliamento e accessori di fascia medio-bassa. Tomas Junior fece poco per affrontare il problema. Infatti, le linee delle scarpe Bata rimasero nel tempo funzionali ma anonime in un mercato che era disposto a pagare sempre di più per prodotti di moda, mentre i concorrenti perseguivano strategie di marketing aggressive, espandendosi velocemente e rubando clienti. A causa della debole leadership che caratterizzava l'impresa, i manager delle divisioni estere della società furono lasciati a se stessi. Per Bata non esisteva una strategia di marketing globale: ogni paese aveva i propri disegni ed i propri impianti di produzione. Se una tale strategia poteva essere adeguata in un'economia caratterizzata da barriere all'ingresso

dei mercati, in un mondo come quello dell'epoca, orientato verso la globalizzazione, una siffatta politica era votata all'autodistruzione. Di fronte alla progressiva perdita di competitività della sua impresa Thomas Junior Bata fece alcuni di timidi tentativi per sviluppare un concetto di marketing globale e integrato. Tuttavia, la sua debole leadership non gli aveva negli anni consentito di ottenere all'interno dell'impresa che guidava la fiducia e le risorse per far sì che questi tentativi di cambiamento potessero andare a buon fine. A peggiorare le cose, entrambi i suoi genitori – per quanto ufficialmente ritirati dall'attività – continuavano ad interferire con le sue decisioni. La situazione raggiunse livelli critici all'inizio degli anni Novanta, quando Thomas Junior provò ad effettuare operazioni di carattere speculativo in borsa allo scopo di accumulare risorse da reinvestire nell'impresa. Entrambi i suoi genitori bloccarono l'operazione e nel 1994 il board sostituì Thomas Junior con un manager esterno. Stime mostrano che l'occupazione di Bata scese in soli 15 anni di circa il 41%.

### *2.3.2. Il discendente ribelle*

In una successione di tipo “ribelle”, il nuovo amministratore rifiuta l'eredità lasciategli dal predecessore. Egli ha infatti la volontà di “cancellare il passato” e i metodi di business utilizzati durante la precedente amministrazione e per questo gestisce l'attività in un'ottica di profonda discontinuità. In questo contesto è ad esempio frequente rilevare modifiche nella definizione dei prodotti offerti e nei mercati di sbocco. Molte sono le operazioni di finanza straordinaria: in linea con le nuove strategie implementate sono effettuate acquisizioni, dismissioni, scorpori e/o scissioni. Spesso vengono costituite nuove unità operative e nuove divisioni. Da un punto di vista organizzativo, una siffatta successione genera il caos. Sono frequenti modifiche nei ruoli e nei rapporti gerarchici, nei modelli di comunicazione, ovvero nei sistemi informativi, di remunerazione e nelle politiche di assunzione. A livello di governance, una successione di tipo ribelle tende a registrare sconvolgimenti radicali nella composizione del board ed in generale tra le figure apicali dell'impresa. Purtroppo, questi cambiamenti sono frequentemente inadeguati e sono generati più dal desiderio del nuovo CEO di lasciare un'impronta personale nella società e sfuggire al passato contrariando il predecessore che da una valutazione corretta e razionale su nuove opportunità di profitto (Miller, Steier e Le Breton-Miller, 2006). Le scelte strategiche non nascono dunque da esigenze del business né sono finalizzate all'adattamento delle strategie di impresa al contesto in cui la stessa opera.

Queste successioni sono più frequenti quando tra padre e figlio vi è un rapporto conflittuale o quando l'impresa ha registrato in passato una ridotta redditività e la necessità di un cambiamento è evidente. Imprese che sin dalla loro fondazione sono essenzialmente costanti nella strategia e bisognose di un processo di rinnovamento strategico possono essere più facilmente vittime di una successione conservativa, mentre possono beneficiare dall'ascesa di un discendente ribelle (Miller e Shamsie, 2001). Per questo, successioni di tipo ribelle possono essere poco dannose in settori caratterizzati da prodotti o servizi altamente mutevoli. Tuttavia, esse possono rivelarsi distruttive in ambienti stabili e maturi in cui la strategia implementata dall'amministratore succeduto è ancora efficace. In aggiunta, l'esito di una successione ribelle dipende in gran parte dalla storia più recente dell'impresa: società che non hanno subito modifiche strutturali o organizzative per lungo tempo presentano un minore rischio di essere danneggiate da un discendente ribelle rispetto a società che già hanno vissuto un periodo di sconvolgimenti e non hanno più le risorse per supportare il cambiamento. Ovviamente, imprese che prima del passaggio del testimone hanno vissuto un periodo fiorente saranno maggiormente danneggiate in termini di performance in caso di successioni ribelli, mentre gioveranno della presenza di un discendente capace di mantenere una strategia che si è mostrata vincente. Il contrario è vero per imprese che devono gestire il passaggio del testimone in seguito ad un periodo caratterizzato da bassi rendimenti. In generale, è possibile affermare che le successioni ribelli sono più rare di quelle conservative o oscillanti. Infatti, è frequente gli eredi che hanno questo istinto rivoluzionario e distruttivo decidano di non entrare a fare parte della family firm o, alternativamente, sono scoraggiati a farlo dalla generazione più anziana (Miller, Steier e Le Breton-Miller, 2006).

#### *Barneys, New York*

Miller, Steier e Le Breton-Miller (2006) riportano il caso di Barneys New York come esempio di successione di tipo ribelle. Barneys New York è una famosa catena di negozi di lusso statunitense, citata in moltissimi film come la mecca dello shopping<sup>9</sup>. Oltre a New York, dove l'azienda ha tutt'ora sede, i principali esercizi sono collocati a Beverly Hills, Boston, Chicago, San Francisco e Las Vegas, ma numerosi sono i punti vendita distribuiti su tutti gli Stati Uniti. Barneys nacque nel 1923 da un'idea di Bar-

<sup>9</sup> Sarah Jessica Parker, famosa attrice americana, in un'intervista rilasciata a *Vanity Fair* disse: «Se sei una bella persona e lavori sodo, arrivi a fare shopping da Barneys. È la ricompensa decadente».

ney Pressman, il fondatore, che aprì il suo primo negozio impegnando l'anello di fidanzamento della moglie per 500 dollari. Barneys era una merceria da uomo di fascia alta nota per la raffinatezza ed il gusto dei capi prodotti, che grazie allo stile europeo e alle promozioni offerte ai clienti si trasformò in breve in un'impresa di successo caratterizzata da alti margini di guadagno. Per attrarre clienti Barneys vendeva a prezzi scontati articoli di campionario acquistati in aste o fallimenti e offriva gratuitamente ai clienti il parcheggio e le modifiche ad personam sui capi acquistati. Quando Fred, figlio di Barney, subentrò al padre iniziò per l'attività un graduale processo di cambiamento. Il negozio fu trasformato in una boutique di lusso che vendeva principalmente capi italiani, simbolo di stile ed eleganza. Tuttavia Barneys mantenne i servizi che avevano contribuito a costruire la reputazione di cui godeva, quali le modifiche gratuite sugli abiti acquistati. In un'intervista Fred Pressman disse:

Il valore più grande che si possa offrire ad un cliente è l'attenzione personale ad ogni dettaglio, così che loro torneranno ancora e ancora. In ultima analisi, ciò che interessa al cliente è come viene trattato<sup>10</sup>.

Durante il 1980 la terza generazione della famiglia Pressman – composta dai fratelli Bob e Gene – cominciò a prendere in carico parte delle responsabilità fino ad allora gestite dal padre Fred, svolgendo mansioni via via più sostanziali nell'impresa di famiglia. Mentre Bob si occupò dell'aspetto amministrativo e finanziario, Gene si focalizzò sullo stile dei prodotti venduti e sull'immagine del negozio diventando, di fatto, una sorta di guru della moda. Da subito, Gene manifestò la sua ambizione, che si concretizzava attraverso un insistente tentativo di modificare lo status quo. Secondo un impiegato dell'azienda, «Fred era il mercante che vegliava sull'attività, mentre Gene era il ragazzo che gettava sterco sul muro per vedere cosa si attaccava» (Levine, 1999, p. 95). L'unico modo che aveva Fred per tenere Gene nell'impresa era di lasciarlo solo. Fred disse: «Gene ha la sua idea di dove sta andando e non voglio farlo arrabbiare» (Levine, 1999, p. 96). Fin dall'inizio Gene insistette per creare un reparto di abbigliamento per donna. Con l'obiettivo di dettare la moda femminile in tutti gli Stati Uniti, egli cercò nuovi designer dal gusto deciso e appoggiò gli stilisti più costosi e provocanti. Per esporre la sua crescente collezione di capi femminili, si impegnò inoltre a costruire un secondo negozio in centro città. A tal fine mise a dura prova le finanze di Barneys, reclutando gli architetti più

<sup>10</sup> *The New York Times*, 15 luglio 1996.

eccentrici e spendendo enormi somme di denaro. Il nuovo negozio non decollò mai, rivelandosi una costante perdita di liquidità. Tuttavia Gene non fu in grado di analizzare lucidamente la situazione e di incolpare se stesso ed i suoi gusti audaci dell'accaduto. Egli, al contrario, attribuì la colpa della scarsa redditività del negozio femminile ai suoi dipendenti, con la conseguenza che – sotto la sua guida – molti commessi e capaci esperti di marketing andarono a lavorare altrove, fornitori furono allontanati e potenziali leader respinti. Molti commessi furono licenziati per il semplice fatto che a Gene non piaceva il loro modo di vestire.

La struttura amministrativa della società era caotica quanto la sua strategia. Al suo interno si crearono infatti fazioni ostili che appoggiavano Bob o Gene, i quali si accusavano reciprocamente degli scarsi risultati (Levine, 1999). Tutto ciò, assieme all'assenza di meccanismi di controllo interni all'attività, non fece che rendere più difficile la collaborazione o semplicemente la comunicazione tra la divisione finanziaria e quella di marketing. Nel frattempo, le rimanenze nei negozi si moltiplicavano di anno in anno e ciò rendeva difficile per i clienti capire quali articoli fossero attuali e quali no. Tuttavia Gene continuò a sperperare risorse nel tentativo di raggiungere il suo obiettivo. In aggiunta, egli utilizzò l'attività per finanziare il suo stile di vita sontuoso. Per sostenere i suoi bisogni finanziari e le sue strategie di business entrò persino in una partnership con Isetan, importante retailer giapponese. Ancora una volta, la strategia rivoluzionaria di Gene si rivelò fallimentare. Per nascondere a Isetan le perdite dell'attività ed i prelievi personali, Bob e Gene iniziarono a praticare una contabilità ambigua e a tenere libri contabili multipli. In definitiva, le enormi spese necessarie per realizzare i cambiamenti voluti da Gene condussero Barneys sull'orlo del fallimento. Già nel 1996, dopo appena 16 anni da quando l'attività era stata tramandata alla terza generazione, Barneys era in bancarotta e fu costretto a chiudere molti dei suoi negozi, tra cui quelli a Dallas, Houston e Cleveland. Nel Dicembre del 2004 la famiglia Pressman vendette la sua quota dell'attività – ormai inferiore al 2% – alla Jones Apparel Group. A sua volta, questo vendette la sua partecipazione nel 2007 ad un fondo di private equity con sede a Dubai per 937.4 milioni di dollari<sup>11</sup>.

<sup>11</sup> Per ulteriori informazioni consultare l'Url <http://www.jonesgroupinc.com/>

### *2.3.3. Il discendente indeciso*

La principale caratteristica di una successione oscillante è, per definizione, l'incertezza. I nuovi amministratori non hanno uno spirito di negazione nei confronti del passato dell'impresa che gestiscono, né sentono il bisogno di accettare passivamente i metodi di gestione e le strategie precedentemente utilizzate. Essi vogliono lasciare il segno nella family firm, ma non sanno come farlo. Da un lato, rispettano le politiche di business già adottate dai loro predecessori nei confronti delle quali non si sentono estranei, dall'altro desiderano mostrare la loro indipendenza. Il problema degli amministratori indecisi è che essi oscillano tra questi atteggiamenti: nel manifestare dubbi essi contraddicono le loro stesse iniziative creando confusione tra i loro collaboratori e dipendenti. I nuovi manager definiscono strategie di business di modesta entità, che si rivelano spesso inadeguate e si innestano nelle politiche e nelle tradizioni poste in essere dal predecessore. Essendo queste iniziative un tentativo di esprimere una propria indipendenza, esse sono per definizione incongruenti e poco in armonia con la strategia prestabilita. Per questo, il nuovo CEO frequentemente decide di interromperle prima che se ne possano apprezzare gli effetti. In generale vi è dunque la tendenza a sospendere a metà dell'opera le modifiche poste in essere, senza che vi sia la possibilità di testarne la qualità. Il vecchio impianto organizzativo dell'impresa non è toccato, tuttavia nuove unità ovvero nuovi dipendenti possono essere aggiunti. La scarsa integrazione dei nuovi gruppi a causa dell'assenza di un piano strategico omogeneo e omnicomprensivo può generare conflitti. La contrapposizione tra vecchi e nuovi impiegati, emanazione rispettivamente di una strategia operativa consolidata ovvero innovativa, può erodere la cultura della family firm e impedire la formazione di un consenso riguardo a qualsiasi nuova visione di impresa che possa consolidare la società. Inoltre, a causa della mancanza di comunicazione indotta da questi contrasti, le nuove divisioni tendono ad essere inefficaci. Il sistema di governance riflette la nuova organizzazione: nuovi e vecchi dirigenti coesistono supportando rispettivamente strategie imprenditoriali innovative ovvero consolidate.

Da quanto detto finora appare evidente che una delle conseguenze più pericolose di una successione oscillante è la paralisi operativa e gestionale, che non può essere in grado di convergere verso una solida, nuova strategia. L'impresa sperpera risorse per cambiamenti che non portano nessun vantaggio, favorisce la concorrenza e permette ai competitor di rubare quote di mercato. La situazione di stallo non è in grado di aggiungere valore alla società, che in genere registra pesanti crolli negli utili. In definitiva, un

discendente indeciso è potenzialmente in grado di fare emergere il peggio delle successioni ribelli e conservative, combinando elementi organizzativi tra loro configgenti. Le politiche dei discendenti non sono mai portate a termine e, di conseguenza, le società non riescono a cogliere né i vantaggi derivanti da processi gestionali consolidati (tipici delle successioni conservative) né quelli che emergono in seguito ad un'amministrazione rivoluzionaria (tipici delle successioni ribelli), determinata a innovare le strategie d'impresa in totale rottura con la tradizione (Miller, Steier e Le Breton-Miller, 2006).

#### *La T. Eaton Company*

Il caso della T. Eaton Company è un chiaro esempio di successione di tipo oscillante (Miller, Steier e Le Breton-Miller, 2006). Timothy Eaton fondò quella che diventò la catena di grandi magazzini più grande del Canada nel 1869, con l'apertura a Toronto di un piccolo negozio che vendeva per lo più tessuti e articoli di merceria. L'attività fiorì rapidamente grazie all'introduzione di strategie commerciali innovative, come lo slogan "soddisfatti o rimborsati"<sup>12</sup>. Eaton capì che per avere successo era necessario attrarre la clientela; per questo motivo il suo negozio fu il primo di tutto il Canada ad avere luci elettriche ed un ascensore. L'ascensore (installato nel 1886) era di per sé un'attrazione per i potenziali acquirenti ma aveva un'ulteriore caratteristica che lo rendeva una strategia commerciale visionaria per i tempi: poteva infatti essere utilizzato solo in salita dai clienti che per scendere erano obbligati ad usare le scale attraversando i vari reparti del magazzino. Eaton fu inoltre uno dei primi a spedire (già nel 1884) direttamente a casa dei potenziali clienti il catalogo dei prodotti venduti, che potevano essere acquistati anche tramite spedizione postale. In un periodo storico in cui la popolazione canadese era essenzialmente rurale, il catalogo rappresentò una vera e propria rivoluzione. Infatti, consentiva a coloro che abitavano lontano dalle grandi città di acquistare a prezzi concorrenziali una selezione di merci altrimenti non accessibile, che comprendeva beni di consumo che spaziavano dall'abbigliamento ai medicinali. Questa strategia di marketing di fatto incrinò i monopoli locali e permise alla T. Eaton Company di aumentare considerevolmente il proprio volume di affari. Per merito della lungimiranza del fondatore che ideò e supportò l'imple-

<sup>12</sup> "Goods Satisfactory or Money Refunded". Per approfondimenti consultare Nasmith (1923).



mentazione delle suddette tattiche commerciali, già nel 1911 la T. Eaton Company dava lavoro a oltre 17.500 dipendenti.

Il fondatore morì nel 1907 e il suo posto al vertice della società su preso dal figlio, John Craig Eaton il quale continuò a far prosperare la family firm sotto la sua guida. Verso la fine del ventesimo secolo, l'impresa affrontò un periodo di significativa crisi a causa di strategie commerciali che si rivelarono fallimentari (ad esempio l'apertura nel 1970 di una catena di negozi chiamata Horizon, chiusa già nel 1978) e a causa della recessione economica degli anni Ottanta. Tuttavia le difficoltà della Eaton non furono generate solamente da forze esterne. La cattiva gestione da parte delle ultime due generazioni della famiglia contribuì significativamente alla scomparsa della catena di grandi magazzini. Nel 1988 George Eaton, nipote di John Craig, diventò presidente della Eaton. George era stato per anni un pilota di auto da corsa e non aveva mai mostrato alcun interesse per l'attività di famiglia. Conscio di questo suo limite, egli continuò a portare avanti molte delle strategie di business della Eaton, quali la ricerca di prodotti di qualità e l'offerta di servizi di livello. Tuttavia, la catena di grandi magazzini a poco a poco si ritrovò a occupare una fetta di mercato sempre più ristretta a causa della concorrenza crescente fatta ad esempio da The Bay e Walmart, che offrivano prodotti a prezzi inferiori. Negozi che una volta erano punti di riferimento delle comunità locali non furono mai rinnovati. Inoltre, i nuovi esercizi commerciali erano poco distinguibili rispetto a quelli di altre catene. Anche se George aveva in gran parte conservato la strategia commerciale che aveva portato negli anni il successo ai grandi magazzini Eaton, egli fece pochi ma rovinosi cambiamenti, inadeguati rispetto ai mercati e alla clientela tradizionale dell'impresa, ovvero all'immagine della società di cui era a capo. Nel tentativo di innovare le politiche commerciali dell'impresa, George Eaton implementò una strategia organizzativa poco organica, confusa e caratterizzata da costanti conflitti tra i sostenitori delle politiche tradizionali e i sostenitori dei metodi innovativi. Innumerevoli furono inoltre i contrasti tra le divisioni interne all'impresa, quali l'unità finanza e l'unità per il merchandising. Uno dei grandi errori di George fu quello di assumere nuovi dirigenti che, come lui, sapevano poco o nulla del business della Eaton. Nel dirigere l'attività l'amministratore si dimostrò sempre più dipendente dalle consulenze di coloro che gestivano l'area finanza piuttosto che dalle direttive degli esperti di marketing, che in passato avevano permesso alla società di ottenere inaspettati successi.

Uno dei tentativi di innovazione della strategia commerciale più disastrosi posto in essere durante la gestione di George Eaton fu il lancio nel 1991 di una strategia nota come Value Pricing Everyday<sup>13</sup> (conosciuta anche come Eaton Value) che eliminava – anche in periodo di saldi – tutti gli sconti e le promozioni. Ai consumatori veniva infatti promesso che i prezzi sarebbero stati ogni giorno i più bassi possibile. La strategia fu perseguita in modo incoerente tra i vari grandi magazzini Eaton e rapidamente allontanò i clienti. La Eaton non era infatti più caratterizzata da un'efficienza operativa tale da rendere praticabile il Value Pricing Everyday. Nonostante questo, la strategia rimase ugualmente in vigore per quasi tre anni prima di essere abbandonata alla fine del 1993. L'operazione determinò innumerevoli danni di immagine, la perdita di quote di mercato, la riduzione delle vendite. Una delle cause del fallimento del Value Pricing Everyday fu il fatto che la squadra di dirigenti neoassunti da George mancava di talento creativo e manageriale. In aggiunta i neoassunti – pur avendo abbastanza potere all'interno della società per respingere i sostenitori delle politiche tradizionali – non avevano abbastanza influenza per implementare le loro iniziative più importanti. Per sistemare la situazione, George si affidò a suggerimenti di consulenti esterni alla Eaton, ignorando le opinioni del suo staff e spendendo ingenti somme di denaro. Fu creato un costoso sistema informatico che fu solo raramente utilizzato. Consulenti esterni suggerirono di modificare la strategia imprenditoriale al fine di ricavare la cassa necessaria per risanare la situazione della società: il nuovo piano prevedeva la creazione di negozi che permettessero di guadagnare margini elevati attraverso la vendita di articoli di alta moda. Riluttante ad investire le risorse necessarie per attivare la strategia, George di fatto la perseguì solo per metà. I grandi magazzini esponevano solo una limitata collezione di articoli di lusso e non offrivano più molti dei prodotti che i clienti abituali si aspettavano di trovare. La strategia di riqualificazione si focalizzò inoltre solo su alcuni negozi, mentre il resto dei grandi magazzini fu virtualmente abbandonato. Effettivamente, la Eaton iniziò a ridurre il numero di commessi e a tagliare le risorse dedicate ai corsi di formazione nel tentativo di abbattere i costi. La catena di grandi magazzini che una volta era famosa in tutto il mondo per le merci uniche che offriva ai propri clienti aveva, alla fine del ventesimo secolo, una catena di distribuzione antiquata ed un approccio al merchandising confuso e allo stesso tempo azzardato. Nonostante i tentativi di cambiamento, George Eaton aveva tenuto la sua impresa troppo vicino a

<sup>13</sup> Per approfondimenti si vedano, tra gli altri McQueen (1998), e Phenix (2003).

dove era sempre stata senza avere il coraggio di fare le modifiche necessarie per portarla al passo con i tempi e renderla concorrenziale.

Tutto a tutti, bloccato in mezzo in termini di prezzo, merce, qualità, assortimento e servizio. Eaton stava in piedi su niente – non per il prezzo più basso, non per il livello di assortimento della merce e non per il miglior servizio. (McQueen, 1998, p. 238).

Già nel 1995, solo sette anni dopo l'ascesa al potere di George Eaton, la società era in guai seri. Nonostante il crollo delle vendite e dei profitti e la riduzione della disponibilità di credito da parte delle banche, George non si decise comunque a rivedere la sua strategia. Di fronte a questa drammatica situazione, fu istituito un comitato esecutivo con lo scopo di fare fronte alla crisi. Tuttavia, il disaccordo tra i suoi membri portò a una situazione di stallo e di ulteriore indecisione. La catena, che nel 1930 controllava circa il 60% dei grandi magazzini in Canada, aveva una quota di mercato pari a solo il 10% nel 1997. In quell'anno, la società si dichiarò insolvente. Al tempo l'impresa aveva all'incirca 24 mila dipendenti e oltre 90 grandi magazzini. In extremis, fu tentato un piano di risanamento che comprendeva la chiusura di ben 31 negozi in perdita, che si risolse con la cessazione di soli 20 esercizi. George Eaton si dimise nel 1997 e al suo posto subentrò George Kosich, grazie al quale già nel Settembre del 1997 i creditori approvarono il piano di ristrutturazione della Eaton.

#### *Il contesto storico ed economico*

Come evidenziato dagli esempi della Ford Motor Company, di Bata, di Barneys New York e della T. Eaton Company, l'esito di un processo di successione non dipende solo dalle peculiarità del discendente o dal suo rapporto con il predecessore. Infatti, il contesto storico ed economico su cui l'impresa ha costruito le proprie fondamenta è inevitabilmente una determinante da considerare. Alcuni amministratori gestiscono società che sono potentemente radicate nel passato a causa della loro forte cultura, dei solidi valori su cui si sono sviluppate, della permanenza di lungo periodo all'interno del board da parte dei membri del consiglio, della rigidità delle loro politiche. Come sottolineato dall'esempio di Bata, queste imprese sono resistenti a qualsiasi cosa tranne che al conservatorismo. Dall'altro estremo vi sono società che sono da sempre in evoluzione, i cui prodotti sono in continua mutazione o che vivono un costante turnover tra gli amministratori. Queste condizioni favoriscono successioni di tipo ribelle. Infine, vi sono imprese faziose e politicizzate, vittime di guerre intestine tra le loro divi-

sioni. A meno che un amministratore non sia dotato di un carattere estremamente forte, in un tale ambiente è difficile evitare una successione di tipo “oscillante” in quanto la tendenza è quella di assecondare di volta in volta le necessità dei vari dipartimenti. Riassumendo, la cultura e la governance di un’impresa possono influenzare in modo significativo l’esito di un processo di successione: una successione di tipo conservativo è più probabile in un contesto stabile e radicato alle proprie tradizioni, una successione ribelle si verifica più facilmente in presenza di situazioni turbolente, mentre una successione oscillante è più comune in un’impresa politicizzata e internamente poco armoniosa (Miller, Steier e Le Breton-Miller, 2006).

Infine, come in parte già evidenziato, l’esito di un processo di successione dipende dalle forze di mercato: il livello di competitività e l’incertezza che definiscono l’ambiente in cui una attività opera possono influenzarne gli esiti. Settori stagnanti o molto stabili dove c’è poca necessità di cambiamento, come la produzione di beni di consumo o l’agricoltura si prestano a successioni di tipo conservativo. Al contrario, settori che si sviluppano su prodotti o servizi altamente competitivi e mutevoli quali quelli della tecnologia, della medicina o della moda portano naturalmente alla rottura con la tradizione. Ancora, settori interessati da politiche di deregolamentazione possono facilmente mettere in discussione il passato con la contemporanea riluttanza ad allontanarsi troppo da esso. Un esempio in tal senso è quello della T. Eaton Company nel momento in cui si è trovata schiacciata tra competitor come Walmart. Ciò che in definitiva è importante osservare è che la maggior parte dei problemi che nascono in seno ad un processo di successione non dipendono dal cambiamento in sé ma dal modo in cui lo stesso viene effettuato. Quando l’ambiente e le peculiarità del mercato in cui una società opera non sono tenuti in adeguata considerazione, il cambiamento è per definizione inadeguato e non può che condurre la società verso il dissesto.

### 3. PERFORMANCE E IMPRESA FAMILIARE

Un numero crescente di studi analizza la performance delle family firm, con particolare riferimento ai fattori che la determinano. In tal senso, molte ricerche indagano nello specifico caratteristiche delle società quali la dimensione, le potenzialità di crescita, la struttura finanziaria e la produttività (Gallo, 1995; McConaughy e Phillips, 1999; Gnan e Songini, 2003). Tuttavia, come evidenziato nei paragrafi precedenti (cfr. capitolo 1), le imprese familiari hanno obiettivi non solo di carattere economico, legati ad esempio al soddisfacimento del benessere della famiglia o al perseguimento di strategie – volte a garantire la sopravvivenza dell'impresa e la sua trasferibilità alle generazioni future – che danno risultati economici solo nel lungo termine a discapito della redditività di breve periodo. Questo eterogeneo insieme di elementi rende complesso misurare la performance effettiva delle family firm. Il presente capitolo, sulla base della review della letteratura sul tema, evidenzia gli elementi che studi di carattere teorico ed empirico hanno stabilito essere determinanti in tal senso. In particolare, il focus è sulle peculiarità che distinguono le imprese familiari dalle non family firm, ossia la concentrazione della struttura proprietaria (cfr. paragrafo 3.1) e il management di tipo familiare con i relativi problemi legati al processo di successione generazionale (cfr. paragrafo 3.2).

#### **3.1. Concentrazione proprietaria e performance**

##### *Performance, benefici privati e conflitti di agenzia*

La letteratura finanziaria è da tempo coinvolta in un vivace dibattito sull'effetto degli assetti proprietari su strategia e performance d'impresa (Durand e Vargas, 2003; Greenwood, Deephouse e Li, 2007). Una parte

degli studi supporta l'argomento per cui non sarebbe possibile confutare l'ormai consolidata teoria sui conflitti di agenzia (Jense e Meckling, 1976), in grado di spiegare buona parte delle evidenze empiriche rilevate dagli accademici circa la differente performance delle family firm rispetto alle imprese non familiari. Secondo la c.d. *agency theory* la struttura proprietaria di un'impresa è in grado di influenzare il comportamento manageriale e la performance aziendale. In particolare, la teoria dell'agenzia considera il sistema di governance come uno strumento per allineare gli interessi (e, di conseguenza, i comportamenti) degli amministratori (c.d. "agent") e dei proprietari (c.d. "principal") di un'impresa (si veda, tra gli altri, anche Myers, 1977; Roos, 1973). I sistemi di governance e di controllo sono implementati al fine di monitorare la gestione della società, a causa del rischio di moral hazard e della potenziale presenza di comportamenti opportunistici che gli agenti possono avere la tentazione di porre in essere. Secondo questa prospettiva, la funzione principale del board è quella di vigilare sulle azioni degli amministratori per conto dei soci (Hillman e Dalziel, 2003; Mizuchi, 1983; Fama e Jensen, 1983a).

Quando un'impresa è caratterizzata da una struttura proprietaria concentrata – come nel caso delle family firm – il conflitto tra manager e proprietari dovrebbe scomparire (Williamson, 1981). Infatti, da un lato la coincidenza tra proprietari e amministratori elimina per definizione il rischio di comportamenti opportunistici, a beneficio della performance: frequentemente l'amministratore delegato è un membro della famiglia e la relazione particolare (ossia di parentela) che egli ha con la compagine sociale permette di sovrapporre la figura dei soci a quella dei manager (Fama e Jensen, 1983a, 1983b). Dall'altro, la proprietà concentrata da agli azionisti un significativo incentivo ad impiegare risorse ed energie per azioni di monitoraggio (Shleifer e Vishny, 1997) volte ad impedire l'estrazione di benefici privati da parte del management e la formazione di asimmetrie informative che aumentano – per definizione – i costi di agenzia. Inoltre, quando il monitoraggio richiede la conoscenza delle tecnologie utilizzate dall'impresa, le famiglie riescono a vigilare sul comportamento dei manager in maniera più consapevole in quanto la permanenza di lungo periodo all'interno della società permette loro di muoversi agilmente lungo la curva di apprendimento dell'attività (Anderson e Reeb, 2003). In linea con la teoria, evidenze empiriche mostrano che aziende caratterizzate da una struttura proprietaria concentrata presentano rendimenti sistematicamente superiori rispetto ad imprese a proprietà diffusa (Jensen e Meckling, 1976; Morck, Shleifer e Vishny, 1988). La migliore performance sarebbe dovuta al potere di monitorare gli amministratori in capo agli azionisti di maggioranza.

La concentrazione della proprietà nelle mani di una famiglia rappresenta dunque un modo particolarmente efficace per minimizzare, almeno dal punto vista teorico, i conflitti di agenzia. Pollak (1985) evidenzia che le family firm ottengono benefici maggiori dalle loro azioni di monitoraggio rispetto alle imprese non familiari. Altri studi mostrano che la proprietà e la gestione familiare sono un sistema in grado di creare valore soprattutto in quei paesi in cui il sistema politico e legale non è da solo in grado di fornire una tutela efficace contro l'espropriazione: in questi casi le family firm fungono da "sostituto della legge" proteggendo i propri azionisti in maniera indiretta (tra i primi si vedano Shleifer e Vishny, 1997). Analizzando il rovescio della medaglia, Burkart, Panunzi e Shleifer (2003) mostrano che la proprietà diffusa ed un management professionale (ossia esterno alla famiglia) sono più efficienti in economie con un sistema legale forte. Il mantenimento del controllo e della gestione di una impresa all'interno della famiglia è dunque una strategia ottimale ogni qualvolta l'ordinamento giuridico non è in grado di tutelare adeguatamente gli investitori.

Una parte della letteratura tuttavia contesta questo punto di vista. Secondo questi studi (si veda, tra gli altri, Morck, Shleifer e Vishny, 1988) la concentrazione proprietaria ha effetti negativi sulla strategia e sulla performance poiché i soci di maggioranza sfruttano la loro posizione per estrarre benefici privati dall'impresa. A titolo di esempio, i proprietari di pacchetti di controllo possono appropriarsi di beni aziendali o possono usare gli stessi per scopi personali – danneggiando di conseguenza i soci di minoranza. In questo caso, si è in presenza di un conflitto di agenzia tra principal (i.e. soci di maggioranza) e principal (i.e. azionisti di minoranza) (Thomsen e Pedersen, 2000; Claessens *et al.*, 2002; Chang, 2003). Quando l'azionista di maggioranza è una banca o un'impresa ad azionariato diffuso, i benefici privati del controllo sono diluiti tra più soci tra loro indipendenti. Per questo, l'azionista di maggioranza ha poco incentivo sia ad estrarre benefici privati (infatti, l'eventuale guadagno pro-capite rappresenterebbe solo una frazione del beneficio privato totale) sia a monitorare i manager (poiché i costi di una eventuale mala gestione verrebbero suddivisi tra più individui e quindi la loro portata pro-capite sarebbe relativamente bassa). Di contro, se il socio di maggioranza è un singolo individuo o una famiglia, gli incentivi a porre in essere azioni volte ad espropriare le minoranze o a monitorare il management aumentano, in quanto sia il guadagno derivante dall'estrazione di rendite private sia il costo legato alla ridotta performance aziendale e causato da una gestione inefficiente (o, peggio, fraudolenta) sono concentrati in capo a pochi individui.

La stabilità ed la solidità che caratterizzano i legami familiari amplifica ulteriormente questi effetti all'interno di una family firm (Nisbet, 1970). Infatti, i membri di una famiglia chiedono (o, più o meno legittimamente, pretendono) all'impresa supporto finanziario, opportunità di carriera ed in generale benefici che tra l'altro consentono di evitare che si crei una situazione di conflitto con altri componenti della famiglia già impiegati nell'attività (Schulze *et al.*, 2001). Per questo, le famiglie proprietarie conferiscono legittimità a coloro che servono i loro interessi (Bertrand e Schoar, 2006) e stimolano negli amministratori appartenenti alla famiglia sentimenti di comunanza (Stryker, 1980). Questi meccanismi supportano il concetto di lealtà intra-familiare. Come conseguenza, gli amministratori appartenenti alla famiglia sono incentivati a gestire l'impresa in modo da soddisfare i soci di maggioranza fornendo loro sicurezza e controllo (Morck, Wolfenzon e Yeung, 2005; Schulze *et al.*, 2001), ovvero consentendo loro l'estrazione di rendite private. Una siffatta situazione distorce le priorità degli amministratori – per cui le necessità dell'impresa diventano di secondaria importanza rispetto a quelle della famiglia – e plasma la strategia di business deviando risorse aziendali per soddisfare bisogni privati. Ovviamente, la prima vittima di queste dinamiche è la performance della società.

Secondo questa prospettiva, la presenza di conflitti di interesse con i soci di minoranza e la confusione tra il patrimonio della famiglia e quello dell'impresa possono limitare lo sfruttamento dei punti di forza evidenziati nel paragrafo 1.1. e in definitiva ridurre la redditività d'impresa (Cabrera-Suárez, De Saà-Pérez e Garcia-Almeida, 2001; Steier, 2001a, 2001b). Questa impostazione teorica è empiricamente supportata da studi che sottolineano che i comportamenti opportunistici delle famiglie possono generare costi di agenzia in grado di distruggere gli elementi di vantaggio propri delle family firm (Gomez-Mejia, Nunez-Nickel e Gutierrez, 2001; Morck e Yeung, 2003; Schulze, Lubatkin e Dino, 2003). In aggiunta, caratteristiche tipiche delle imprese familiari come la presenza di un management poco competente (si veda in tal senso quanto riportato nel capitolo 2. e nello specifico nel paragrafo 2.3) e il potenziale non allineamento tra gli interessi degli azionisti che non lavorano nella società e il team di top manager appartenenti alla famiglia possono ulteriormente aumentare i costi di agenzia (Morck, Shleifer e Vishny, 1988). Inoltre, la centralizzazione del processo decisionale in capo ad un singolo individuo o a poche persone (i.e. manager familiari e famiglia) da un lato permette di mantenere il controllo dell'impresa, dall'altro impedisce la creazione di un dissenso costruttivo e la possibilità per gli amministratori di agire con autonomia. La commistione di questi fattori genera una situazione potenzialmente costosa per la fa-



mily firm, ancora una volta a discapito della performance (Daily e Dollinger, 1993).

Un aspetto da tenere in considerazione quando si analizza la performance delle family firm con particolare riferimento alla concentrazione della struttura proprietaria è legato alla frequente presenza di gruppi piramidali<sup>1</sup> controllati da famiglie e volti a separare la proprietà ed il controllo di una società a valle a beneficio delle imprese (familiari) a monte della catena (Morck e Yeung, 2003; Massari, Monge e Zanetti, 2006). La presenza di una siffatta catena di controllo può innescare conflitti di agenzia in particolare quando l'impresa a valle ottiene finanziamenti esterni sotto forma di capitale proprio, che spesso diluiscono la quota di proprietà della famiglia ma non quella di controllo. L'eventuale utilizzo di gruppi piramidali è un elemento da valutare con attenzione: infatti, in presenza di una siffatta struttura (molto frequente, ad esempio in Italia) la quota di proprietà della famiglia deve essere misurata considerando i diritti di voto e/o la quota di cash flow percepita, invece dei diritti di proprietà (Claessens *et al.*, 2002; La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer, 1999). L'evidenza empirica mostra che la separazione tra proprietà e controllo è più pronunciata nelle imprese familiari e nelle piccole imprese, influenzando in maniera significativa la performance aziendale (Claessens *et al.*, 2002).

#### *Evidenze empiriche*

Le suddette argomentazioni che supportano o contestano la teoria dell'agenzia per interpretare l'esistenza (o l'assenza) di benefici che si riflettono sulla performance delle family firm non si limitano al confronto tra i rendimenti delle imprese a proprietà concentrata e a proprietà diffusa. Queste controversie sono infatti presenti nella letteratura di governance anche in sede di analisi delle diverse tipologie di società a proprietà concentrata (ad esempio imprese familiari, imprese statali ecc.). Di fatto, ciò suggerisce l'inadeguatezza di una prospettiva legata esclusivamente ai conflitti di agenzia per spiegare le conseguenze in termini di redditività della concentrazione proprietaria caratteristica delle imprese familiari. La profondità e la vivacità di questi dibattiti accademici diventano palesi quando si esaminano le evidenze empiriche emerse negli ultimi decenni di ricerca.

<sup>1</sup> I gruppi piramidali sono gruppi di imprese strutturate su più livelli verticali tali per cui il controllo dell'impresa a valle della catena (e via via nei livelli superiori) può essere detenuto con una limitata percentuale di azioni. Per approfondimenti sul tema consultare Bebchuk, Kraakman e Triantis (2000) e Brealey *et al.* (2011).

Ad esempio, alcuni studi effettuati su campioni composti da imprese quotate nei mercati regolamentati mostrano che le family firm registrano rendimenti sistematicamente superiori a quelli di analoghe imprese a proprietà diffusa (si veda, tra gli altri, Khanna e Rivkin, 2001). La letteratura attribuisce questo risultato in primis alle connessioni familiari che sostituiscono e integrano le disfunzionalità dei mercati e al valore del capitale reputazionale delle famiglie (Khanna e Yafeh, 2007) ovvero alle connessioni politiche tipiche delle family firm (cfr. paragrafo 1.3) (Morck, Wolfenzon e Yeung, 2005). Sulla stessa linea, Anderson e Reeb (2003), Villalonga e Amit (2006), Kang (1999) e McConaughy *et al.* (1998) evidenziano che le imprese familiari presentano un andamento migliore rispetto alle non family firm sia in termini di rendimento di mercato sia considerando il rendimento delle attività (c.d. ROA o Return On Asset) soprattutto quando la gestione è in capo alla prima generazione della famiglia. Alla luce della loro peculiare visione economica e dei minori costi di agenzia sopportati, le family firm registrano dunque performance superiori sotto molteplici punti di vista. In particolare, le imprese quotate controllate dalle famiglie fondatrici sarebbero caratterizzate anche da maggiori margini di profitto, vendite superiori, tassi di crescita accelerati e utili più stabili (Aronoff e Ward, 1995). Considerando le operazioni di finanza straordinaria, non è possibile affermare che le family firm crescono meno delle altre imprese; tuttavia, esse preferiscono crescere per via interna (Caprio, Croci e Del Giudice, 2011). In linea con l'ipotesi che i costi di agenzia sono inferiori per le family firm, ricerche sottolineano che la pianificazione strategica ha un impatto positivo maggiore sulla performance di imprese a proprietà diffusa (Chrisman, Chua e Steier, 2002).

Se parte degli studi empirici sull'argomento mostra che le family firm presentano performance migliori rispetto alle imprese non familiari o, al più, non evidenzia differenze tra la redditività dei due gruppi di imprese (tra i tanti Anderson e Reeb, 2003; Villalonga e Amit, 2006), una parte della letteratura sostiene che le imprese familiari presentano rendimenti peggiori. Infatti, ricerche empiriche mostrano che le family firm sono meno efficienti rispetto alle non family firm, a dispetto del presunto vantaggio di agenzia (Holderness e Sheenan, 1988; Maury, 2006; Bennedsen *et al.*, 2007; Cronqvist e Nilsson, 2003). Ad esempio, il ridotto livello di diversificazione finanziaria generato da una elevata concentrazione proprietaria sarebbe responsabile del maggiore premio per il rischio e di conseguenza dell'elevato costo del capitale tipico delle family firm (Demsetz e Lehn, 1985). Ancora, la performance delle family firm sarebbe penalizzata da un più difficile accesso a finanziamenti sotto forma di capitale, da controversie tra membri

della famiglia appartenenti a generazioni differenti (e, a volte, tra membri della stessa generazione, si veda in tal senso il paragrafo 2.3), da un eccessivo consolidamento del potere esecutivo e da nepotismo (Chandler, 1990; Gomez-Mejia, Larraza-Kintana e Makri, 2003; Schulze *et al.*, 2001, 2003). Infatti, le relazioni tra i membri di una famiglia sono spesso peggiori delle relazioni tra individui che non appartengono alla stessa famiglia e frequentemente scatenano conflitti di agenzia incrementando i relativi costi (Schulze *et al.*, 2001). Evidenze mostrano anche che le famiglie tendono ad estrarre benefici privati dall'attività, perseguendo obiettivi personali che disallineano i loro interessi da quelli di altri investitori (Demsetz, 1983; Fama e Jensen, 1983a, 1983b; Demsetz e Lehn, 1985; Shleifer e Vishny, 1997). Ad esempio, le famiglie sono interessate alla stabilità dell'impresa e al consolidamento delle proprie posizioni, attribuiscono ai propri membri una remunerazione eccessiva e fanno operazioni con parti correlate (DeAngelo e DeAngelo, 2000; Anderson e Reeb, 2003). Ciò determina frequentemente la presenza di investimenti in progetti che presentano un valore attuale netto negativo, i.e. progetti che distruggono le risorse della società (Fama e Jensen, 1985). In tal senso, Morck, Shleifer e Vishny (1988) evidenziano che le attività controllate da eredi del fondatore sono meno redditizie di altre operanti nello stesso settore, mentre società più vecchie gestite da un membro della famiglia fondatrice hanno una  $q$  di Tobin<sup>2</sup> bassa. Similmente, nel contesto statunitense è riscontrabile una  $q$  di Tobin inferiore per le imprese familiari rispetto alle non family firm (Holderness e Sheehan, 1988) ovvero che le prime sono meno produttive delle seconde (Barth, Gulbrandsen e Schone, 2005). La maggior parte dei paper citati – siano essi a favore o contro la tesi per cui le family firm presentano peculiarità che si traducono in un beneficio diretto in termini di redditività – considera come misure di performance il rendimento delle attività, il rendimento del capitale proprio (c.d. ROE o Return On Equity) e la  $q$  di Tobin<sup>3</sup>. Ovviamente, il metodo utilizzato per definire la profittabilità d'impresa influenza in maniera significativa i risultati empirici. Per esempio Galve Górriz e Salas Fumas (1996) riscontrano una maggiore produttività per le imprese familiari rispetto alle non family firm spagnole; tuttavia, in sede di analisi di misure di profittabilità alternative le evidenze precedenti scompaiono.

<sup>2</sup> La  $q$  di Tobin è definita come il rapporto tra il valore di mercato di un'impresa e il costo di rimpiazzo del suo stock di capitale. Per approfondimenti si veda Tobin (1969).

<sup>3</sup> Si noti che mentre il rendimento delle attività e del capitale proprio sono calcolati sulla base di dati contabili, la  $q$  di Tobin è espressione di valori di mercato (per una review sul tema si veda Demsetz e Villalonga, 2001).

In generale è possibile affermare che la relazione empirica tra proprietà familiare e valore d'impresa non è conclusiva. La difficoltà di ottenere risultati univoci anche utilizzando differenti misure di performance e la potenziale presenza di selection bias<sup>4</sup> nelle ricerche evidenziate possono essere all'origine dei risultati contrastanti evidenziati dalla letteratura (Sacristán-Navarro e Gómez-Ansón, 2006). Infatti, a causa della difficoltà nel reperire dati sulle imprese familiari, la maggior parte delle ricerche utilizza campioni formati da imprese quotate mentre solo una minoranza considera campioni di piccole e medie imprese ovvero di società private, che di fatto costituiscono la maggior parte delle family firm a prescindere dall'economia indagata. Infine, la mancanza di conclusività in merito alla relazione tra proprietà e performance può dipendere dalla natura endogena del rapporto tra i due elementi. In altri termini, la concentrazione della proprietà non avrebbe effetti sul valore della società in quanto la struttura proprietaria rappresenterebbe il risultato endogeno di decisioni che riflettono l'influenza sia degli azionisti sia dell'andamento del mercato (Demsetz, 1983; Demsetz e Lehn, 1985; Demsetz e Villalonga, 2001). La struttura proprietaria sarebbe dunque una conseguenza delle decisioni prese da coloro che già possiedono i titoli di capitale dell'impresa e ciò di fatto eliminerebbe qualsiasi relazione sistematica tra variazioni della struttura proprietaria e delle performance aziendali.

*Proprietà concentrata, management e performance: le logiche istituzionali*

In generale, la letteratura evidenzia che – sia dal punto di vista teorico sia da quello empirico – la concentrazione della proprietà e dell'amministrazione di un'impresa nelle mani di una famiglia può avere effetti positivi e/o negativi sul valore e sulla performance della stessa. Questi effetti sono stati sostanzialmente attribuiti ad ipotesi sul monitoraggio esercitato sul management (effetto positivo) e sull'espropriazione effettuata (effetto negativo) da parte degli amministratori o dei membri della famiglia. Nel tentativo di conciliare risultati tra loro così differenti, Miller *et al.* (2007) analizzano un campione di società quotate statunitensi distinguendo le family firm che includono più membri della famiglia nella proprietà e nella gestione dalle imprese familiari in cui l'unico componente della famiglia coinvolto nell'attività è il fondatore (c.d. "*lone founder firm*"). Gli autori rilevano che la performance delle *lone founder firm* è sistematicamente migliore di

<sup>4</sup> Il selection bias è una distorsione statistica generata da un errore non casuale nella selezione del campione. Per approfondimenti sul tema, si veda Heckman (1979).

quella delle altre family firm, anche nel caso in cui queste ultime siano gestite dalla prima generazione della famiglia (i.e. dal fondatore).

La performance delle due tipologie di imprese familiari è dunque differente nonostante entrambe condividano una struttura proprietaria concentrata: l'elemento determinante una tale diversità è il numero di membri della famiglia coinvolti nell'impresa. La diversa performance non è tuttavia prevista né spiegata dagli studiosi dei conflitti di agenzia. Il conflitto tra "principal" e "agent" assume infatti come presupposto che i c.d. agenti cerchino di massimizzare il proprio tornaconto economico e che abbiano gli strumenti per perseguire i propri interessi. In quanto tale, la teoria ignora il fatto che gli agenti possano definire i propri interessi in maniera diversa e non necessariamente economica (Gomez-Mejia e Wiseman, 2007; Schulze *et al.*, 2001). Ad esempio, l'interesse può essere in parte definito a livello sociale e gli agenti possono avere motivazioni che non considerano solo il denaro proprio in virtù delle loro posizioni sociali. Distinguendo le imprese familiari "tradizionali" dalle *lone founder firm*, Miller *et al.* (2007) di fatto considerano il contesto sociale della proprietà, ossia il numero di componenti in grado di influenzare il processo gestionale. Nelle imprese familiari, i membri della famiglia sono interconnessi e frequentemente si eleggono a vicenda nel consiglio di amministrazione. I loro stretti legami affettivi possono evocare atteggiamenti familiari (talvolta inefficienti, come evidenziato ad inizio paragrafo e nel paragrafo 1.2) anche in un contesto imprenditoriale. Al contrario, i fondatori da soli tendono ad essere più emotivamente distaccati dall'impresa e dalle logiche familiari tipiche delle family firm, incoraggiando un programma di business prettamente di tipo commerciale.

In definitiva, non solo la partecipazione azionaria ma anche il contesto sociale dei proprietari e le interazioni tra gli individui sembrano essere importanti nel definire la redditività d'impresa (Gomez-Mejia, Nunez-Nickel e Gutierrez, 2001; Greenwood, Deephouse e Li, 2007). L'insieme di queste caratteristiche è incapsulato dalla letteratura all'interno delle c.d. "logiche istituzionali": la logica familiare propria della famiglia proprietaria e la logica imprenditoriale o di mercato dei c.d. fondatori soli (Thornton, Jones e Kury, 2005; Miller, Le Breton-Miller e Lester, 2011). Le logiche istituzionali sono definite come «le regole formali e informali di azione, interazione e interpretazione» (Thornton e Ocasio, 1999, p. 804) che guidano e limitano gli amministratori delle imprese e legittimano le strategie e le pratiche organizzative di una attività (Greenwood *et al.*, 2010). Queste logiche sono in grado di plasmare il comportamento e di conseguenza l'output che ne deriva. Esse hanno la maggiore influenza possibile quando gli individui si identificano all'interno di un gruppo istituzionalizzato. Per questo, all'in-

terno di una family firm, esse sembrano essere predominanti ed in grado di definire – entro un gruppo di imprese comunque familiari – una diversa performance a seconda del tipo di logica prevalente (Miller, Le Breton-Miller e Lester, 2011).

### **3.2. Management familiare, professionalizzazione, successione e valore d'impresa**

#### *Management familiare e performance*

Come evidenziato nel paragrafo 3.1, il coinvolgimento delle famiglie nelle family firm – con particolare riferimento alla struttura proprietaria concentrata che si crea quando più individui appartenenti di fatto alla stessa entità, la famiglia, detengono una partecipazione nell'impresa – è stato profondamente investigato dalla letteratura finanziaria con risultati non univoci. La maggior parte degli studi che indagano la relazione tra proprietà e valore di impresa considera come punto di partenza il framework legato ai conflitti di agenzia (Jensen e Meckling, 1976). Sempre con un focus sui conflitti tra principal e agent, ma oltrepassando la distinzione tra imprese caratterizzate da una struttura proprietaria diffusa o concentrata, una parte della letteratura indaga in merito al rapporto tra i singoli membri della famiglia ed evidenzia la presenza di relazioni più o meno sistematiche tra la tipologia di management (i.e. familiare, professionale ecc.) e la performance societaria.

In tal senso, studi mostrano che la necessità di monitorare un manager appartenente alla famiglia si riduce (Fama e Jensen, 1983a). Questo accade perché i membri di una stessa famiglia hanno – anche al di fuori del contesto lavorativo – costanti opportunità di scambio e di comunicazione che disciplinano le decisioni prese dagli amministratori familiari. La concentrazione della proprietà e della gestione nelle mani di pochi individui connessi tra loro da legami di parentela suggerisce la presenza nella società di risorse peculiari (cfr. paragrafo 1.1) che conferiscono all'impresa un vantaggio competitivo unico nel suo genere. In particolare, la combinazione del “sistema famiglia” con il “sistema impresa” definisce competenze altrimenti non replicabili (Chrisman, Chua e Steier, 2003). Oltre a disincentivare la messa in essere di comportamenti opportunistici, la lealtà e la fiducia che caratterizzano le relazioni all'interno delle famiglie promuovono la flessibilità operativa, facilitano il processo decisionale e minimizzano la tendenza degli amministratori familiari ad agire nel loro esclusivo interesse sottraendosi, di fatto, al proprio dovere (Pollak, 1985). Rispetto ad imprese non familiari, le family firm presentano un minore costo del finanziamento trami-

te debito<sup>5</sup> (Anderson, Mansi e Reeb, 2003) e una tendenza più accentuata ad investire in base alle leggi di mercato (Anderson e Reeb, 2003). Questo specifico intreccio di elementi si unisce al coinvolgimento emozionale degli individui nell'attività, all'orizzonte temporale di lungo periodo (Schulze, Lubatkin e Dino, 2003) e al linguaggio "privato" che condividono i parenti ed è in grado di spiegare la sopravvivenza e le performance elevate delle family firm (Habbershon e Williams, 1999; Habbershon, Williams e Mac-Millan, 2003). Il connubio tra questi valori e la sopracitata riduzione dei costi di agenzia (cfr. paragrafo 3.1) permette processi decisionali più snelli e riduce la necessità di rendicontazione finanziaria (e, di conseguenza, i costi amministrativi), a evidente vantaggio della performance (Poza, Hanlon e Kishida, 2004). In linea con questi argomenti, la letteratura mostra che la presenza del fondatore in qualità di amministratore delegato porta esperienza, competenza e innovazione, aumentando il valore dell'impresa (Morck, Shleifer e Vishny, 1988). Tra gli altri, Anderson e Reeb (2003) e Sraer e Thersmar (2004) evidenziano che la presenza di un CEO interno alla famiglia influenza positivamente la performance della società. Altri autori sottolineano la relazione diretta tra il valore dell'attività e l'appartenenza alla famiglia sia del manager che del presidente (Anderson e Reeb, 2004).

Le evidenze empiriche sopra riportate sono coerenti con la c.d. "stewardship theory", secondo la quale i manager che si identificano con l'attività che dirigono (cfr. paragrafo 1.3) rispettano in maniera sensibile i valori d'impresa e di conseguenza sono focalizzati nel perseguire gli obiettivi della società invece che i propri interessi personali (Davis, Schoorman e Donaldson, 1997). Applicata al contesto delle family firm, la "stewardship theory" suggerisce che la coincidenza tra valori della famiglia e dell'impresa genera nei manager la tendenza ad assumere comportamenti non egoistici volti al perseguimento degli obiettivi aziendali<sup>6</sup>. Ciò è tanto più vero per la generazione del fondatore che, essendo responsabile della creazione del business, tende a riconoscersi ed a identificarsi con l'impresa in maniera maggiore rispetto alle generazioni successive (tra gli altri, Morck, Shleifer e Vishny, 1988; Fahlenbrach, 2009). L'altruismo e gli obblighi di parentela attenuano i problemi di agenzia (Wu, 2001) in quanto forniscono all'impresa una storia ed una identità uniche, riducono le asimmetrie informative e creano una proprietà collettiva (ossia una situazione in cui i partecipanti all'impresa percepiscono e realizzano se stessi

<sup>5</sup> Per una disamina sui modelli di valutazione del costo del debito e sul suo impatto sulla valutazione d'impresa si veda Bini (1999).

<sup>6</sup> Per una disamina sulla attitudine alla stewardship delle family firm italiane e per una analisi del suo impatto sulla performance, si veda Venanzi e Morresi (2010).

in virtù della loro appartenenza ad un gruppo più ampio), in ultimo definendo un impegno ed un legame che si concretizzano in una performance d'impresa superiore (Van den Berghe e Carchon, 2003). L'identificazione dei membri della famiglia (e del management interno alla stessa) con la società crea dunque un senso di lealtà nei confronti dell'attività: l'amministratore è a tutti gli effetti un rappresentante degli interessi dell'impresa ed immagine della stessa. Scopo del board è interagire con esso per creare valore (Huse, 2000).

Considerando gli aspetti negativi del management familiare, la letteratura mostra che le società che vedono una corrispondenza tra soci di maggioranza e amministratori sono maggiormente vulnerabili al radicamento manageriale (cfr. paragrafo 1.2), che consente ai manager di estrarre benefici privati, a discapito del valore dell'attività (Morck, Shleifer e Vishny, 1988). Questo aspetto causa problemi maggiori alle imprese familiari rispetto alle non family firm (Gomez-Mejia, Nunez-Nickel e Gutierrez, 2001; Morck e Yung, 2003). A conferma di ciò, CEO appartenenti alle famiglie proprietarie hanno una durata media del loro incarico pari a 24 anni (Beckhard e Dyer, 1983a), circa il doppio di quella osservata in imprese non familiari (Hambrick e Fukutomi, 1991). Inoltre, il legame tra i membri della famiglia può ridurre la presenza di garanzie formali nella gestione dell'attività (Gómez-Mejia, Nunez-Nickel e Gutierrez, 2001). Ancora, i conflitti di interessi tra i componenti della famiglia che occupano ruoli diversi all'interno della società possono limitare l'altruismo e lo scambio di informazioni, di fatto impedendo una collaborazione efficiente. La gestione familiare incide in maniera negativa anche sullo sforzo e la produttività dei dipendenti (Bukart, Gromb e Panunzi, 1997). In definitiva, uno dei punti deboli più delicati per le family firm è legato alla riduzione della performance causata dalla opportunistica individuazione di coloro che ricoprono la carica di amministratore, volta a garantire che il management serva in primis gli interessi della famiglia (Anderson e Reeb, 2003).

#### *Professionalizzazione e performance*

La scelta di un top manager tra un insieme ristretto di candidati – i parenti, appunto – definisce un piccolo gruppo di individui che possono apportare alla family firm capacità manageriali. Ciò genera – ancora prima della scelta dell'amministratore – una situazione di svantaggio competitivo rispetto ad analoghe imprese non familiari, che individuano nel mercato manager di professione (cfr. paragrafo 1.2). Anche qualora volessero utilizzare criteri di selezione del management simili a quelli delle non family firm, le imprese familiari non sarebbero in grado di offrire agli amministratori le medesime condizioni economiche – a causa dei ridotti mezzi finanziari e della riluttanza



dei proprietari a diluire la loro quota di controllo per incrementare le risorse a disposizione. Per le family firm diventa quindi più costoso proteggersi contro il rischio di selezione avversa e più difficile beneficiare della presenza di manager capaci. Infatti, le imprese familiari rischiano di attirare i lavoratori meno competenti ovvero individui che con maggiore probabilità cercheranno di mettere in pratica comportamenti opportunistici per compensare, attraverso l'estrazione di benefici privati, la remunerazione inferiore alla media. Limitate opportunità di carriera e basse retribuzioni riducono la motivazione di manager e dipendenti, ad evidente danno per la performance d'impresa. Se da un lato gli stipendi di manager professionali sono in media inferiori a quelli offerti dalle imprese non familiari, dall'altro le family firm mostrano la sistematica tendenza a remunerare i membri della famiglia a prescindere dal loro effettivo rendimento (cfr. paragrafo 1.2). In questo contesto, solo la presenza di incentivi – economici e non – legati ai risultati ottenuti può favorire il perseguimento di obiettivi coerenti con quelli della società ed impedire comportamenti opportunistici anche da parte dei componenti della famiglia (Bruce e Waldman, 1990, Songini, 2006).

Il controllo familiare del consiglio di amministrazione priva la società di alcuni tradizionali elementi del “buon governo”, ad esempio la presenza di amministratori indipendenti (cfr. paragrafo 1.4), spesso definendo un board poco o male operativo (Gallo, 1998). La composizione del board è importante sotto una duplice prospettiva: da un lato un consiglio di amministrazione efficiente ha le capacità ed i mezzi per definire strategie di business in grado di creare valore; dall'altro la presenza di amministratori indipendenti può rappresentare un'importante elemento a tutela degli azionisti di minoranza contro l'opportunismo della famiglia. Un consiglio di amministrazione efficace richiede dunque che ci sia un equilibrio tra il giudizio degli amministratori indipendenti e gli interessi dei manager familiari (Anderson e Reeb, 2004). Tuttavia, l'effetto della professionalizzazione sul valore di una società è ambiguo. Sebbene essa permetta all'azienda di scegliere i suoi dirigenti tra un ampio gruppo di individui formati per gestire un'impresa secondo le regole di mercato, l'aumento dei costi di agenzia dovuti alla separazione della figura del principal e dell'agent potrebbe non essere bilanciato dai benefici legati alla professionalizzazione della società. Infatti, i costi di agenzia di una family firm la cui gestione è affidata ad un manager esterno frequentemente superano quelli di family firm non professionalizzate.

Il modo in cui l'eventuale processo di professionalizzazione è gestito può avere un impatto significativo sulla performance e sulla sopravvivenza dell'impresa nel lungo periodo (Dyer, 1996). Studi recenti mostrano che il livello di professionalizzazione di un'impresa familiare è in gran parte legato

all'adozione meccanismi di controllo dei costi di agenzia, ossia ad un sistema di governance formalizzato con sistemi di pianificazione e controllo (Gnan e Songini, 2003). L'uso di siffatti meccanismi, i più importanti dei quali sono un efficace consiglio di amministrazione e la presenza di una pianificazione strategica, può essere considerato come una risorsa rilevante per le family firm in quanto in relazione diretta con la performance (Schulze *et al.*, 2001, 2003). Tali meccanismi possono infatti aiutare un'impresa familiare a gestire e valorizzare le sue caratteristiche peculiari, aumentando di conseguenza il valore della società. Per promuovere unità ed impegno tra la proprietà ed il management interno ed esterno alla famiglia, le family firm possono adottare diversi sistemi (Tagiuri e Davis, 1996). In effetti, il budgeting e un sistema di incentivi adeguato possono limitare l'opportunismo dei manager grazie alla definizione di obiettivi, al monitoraggio dei risultati e alla garanzia di una remunerazione adeguata. I sistemi di pianificazione permettono di individuare le risorse strategiche della società, il modo in cui le stesse possono essere utilizzate in maniera profittevole, i punti di forza e di debolezza dei concorrenti. L'identificazione delle capacità dell'impresa, l'allocazione delle risorse strategiche al loro servizio e la selezione delle strategie che permettono di sfruttarle al meglio (Grant, 1991) consentono di utilizzare il capitale della società in modo ottimale e di guadagnare vantaggio competitivo a beneficio della performance (Daily e Dollinger, 1992). Il consiglio di amministrazione ha in questo contesto un ruolo cruciale nel coordinamento dei manager e nel controllo del loro operato.

Empiricamente la letteratura evidenzia una correlazione tra lo sviluppo dei processi di governance e la durata, la dimensione (Astrachan e Kolenko, 1994) e lo sviluppo dell'attività (Gimeno, Labadie e Saris, 2004). La pianificazione della strategia può influire sulla crescita (Astrachan e Kolenko, 1994; Ward, 1997) ed in definitiva sulla performance (Schwenk e Shrader, 1993). Di contro, un limitato uso della pianificazione strategica genera bassi rendimenti (Ward, 1988b). Sulla stessa linea, Gnan e Songini (2003) rilevano come l'articolazione del meccanismo di controllo dei costi di agenzia abbia un impatto positivo sulla performance delle imprese familiari. Concentrandosi sulla figura dei manager esterni alla famiglia, tra gli altri Barth, Gulbrandsen e Schone (2005) mostrano che le family firm amministrate da outsider professionisti registrano la stessa produttività di imprese non familiari.

Tuttavia, secondo alcune ricerche la professionalizzazione d'impresa e la pianificazione strategica non sarebbero strumenti di gestione del business adeguati per le imprese piccole e di medie dimensioni che potrebbero invece beneficiare da un approccio maggiormente intuitivo ed informale (Min-

tzberg, 1994). Da un lato, la letteratura suggerisce che i meccanismi di controllo manageriale permettono ad ogni attività, anche a quelle gestite da membri della famiglia proprietaria, di prendere le decisioni migliori alla luce delle condizioni ambientali e finanziarie in cui l'impresa è inserita (Ford, 1988; Ward, 1988b). Dall'altro, i sistemi di controllo di gruppo e sociali sono più efficaci di quelli amministrativi nei casi in cui poche persone che condividono valori e che si coordinano attraverso relazioni informali sono responsabili della formulazione delle strategie e del processo decisionale (Hopwood, 1974). Quando utilizzata per perseguire gli obiettivi di impresa e non per interessi personali, uno dei punti di forza delle family firm risiede appunto nell'applicazione di meccanismi non convenzionali che sostituiscono o integrano il sistema amministrativo formale (Daily e Dollinger, 1992). Ricerche recenti rilevano che nelle imprese familiari l'utilizzo di un sistema di governance flessibile poiché poco strutturato è più usato dei sistemi di pianificazione strategica (tra gli altri, Uhlaner e Meijaard, 2004).

In definitiva, alla luce degli studi citati è possibile affermare che le ricerche sulla relazione tra struttura del board, utilizzo della pianificazione strategica e performance delle imprese familiari non hanno ad oggi prodotto risultati conclusivi (Johnson, Daily e Ellstrand, 1996; Dalton *et al.*, 1998).

#### *Fondatori e discendenti: evidenze empiriche*

La letteratura evidenzia la presenza di una relazione tra il valore delle family firm e il coinvolgimento di specifici membri della famiglia nella gestione dell'impresa. Infatti, a prescindere dal sistema di governance utilizzato, studi empirici mostrano l'esistenza di un effetto differenziale sulla performance in caso l'attività sia amministrata dai fondatori, da loro discendenti o da manager esterni. Le numerose evidenze presentate dalle ricerche di carattere empirico sono tuttavia tra loro spesso contrapposte e dunque non conclusive.

In linea con l'idea per cui la gestione familiare mitiga i costi di agenzia, Morck, Shleifer e Vishny (1988) e Fahlenbrach (2009) tra gli altri trovano che le family firm in cui l'amministratore delegato è il fondatore dell'impresa quotano a premio rispetto ad imprese non familiari. Supportando solo parzialmente le evidenze precedenti, McConaughy *et al.* (1998) mostrano che le imprese familiari amministrate dalla famiglia fondatrice sono più efficienti e hanno un valore superiore rispetto a società concorrenti. Tuttavia, gli autori evidenziano che le imprese gestite da un discendente del fondatore sono più performanti di quelle amministrate dal fondatore stesso. Sulla stessa linea, Mehrotra *et al.* (2013) si focalizzano sulla peculiare pratica giapponese dell'adozione di adulti: essa rappresenta la forma di adozione predominante

nel paese, comune anche in famiglie che hanno figli biologici (soprattutto se ritenuti dalla famiglia “inadeguati”). Frequentemente le famiglie selezionano i figli adottivi tra i loro top manager più promettenti (Chen, 2004). Il figlio adottato assume il nome della famiglia, si lega in maniera simbiotica ad essa e talvolta sposa addirittura la figlia del fondatore. Mehrotra *et al.* (2013) evidenziano che la pratica dell’adozione rende le family firm giapponesi insolitamente competitive: le imprese guidate da eredi adottati presentano performance migliori delle società gestite da discendenti naturali (i.e. di sangue), con rendimenti simili a quelli di attività amministrate direttamente dal fondatore. In ogni caso, le imprese amministrate sia dai figli – siano essi adottivi o naturali – sono più profittevoli delle non family firm, ovvero di family firm gestite da manager di professione. In un’ottica di discontinuità con la letteratura precedente, Jayaraman *et al.* (2000) non evidenziano alcuna relazione tra il rendimento dei titoli di capitale dell’impresa ed il coinvolgimento dei fondatori nella gestione della società.

Al contrario, altri studi evidenziano che una gestione familiare attiva (Cabrera-Suárez, De Saa-Pérez e García-Almeida, 2001; Schulze *et al.*, 2001; Barth, Gulbrandsen e Schone, 2005), la presenza di manager-fondatori e di manager appartenenti alla seconda o terza generazione della famiglia (tra gli altri, Smith e Amoako-Adu, 1999) influenzano negativamente il valore di impresa e i rendimenti nel lungo periodo. Tra le possibili spiegazioni, l’incapacità manageriale dei membri della famiglia e la loro difficoltà a gestire il processo di successione (cfr. capitolo 2) (Adams, Tashian e Shore, 1996). Numerose ricerche si focalizzano sulla figura del discendente e mostrano che imprese gestite da eredi del fondatore registrano rendimenti significativamente inferiori a quelli di analoghe non family firm (tra gli altri Mork, Shleifer e Vishny, 1988; Villalonga e Amit, 2006; Bertrand e Schoar 2006; Bennedsen *et al.*, 2007; Miller *et al.*, 2007). Ad esempio, quando si diffondono notizie sul ritiro del fondatore a favore di un erede il prezzo delle azioni si riduce e i rendimenti diventano negativi (tra gli altri Smith e Amoako-Adu, 2005; Perez-Gonzalez, 2006). Molte misure di performance si deteriorano quando il controllo dell’attività passa dal fondatore al discendente, quali il rendimento delle attività, il rapporto tra valore di mercato e valore di libro dei titoli di capitale dell’impresa ovvero misure sulla bontà delle pratiche di management (Fahlenbrach, 2009; Morck, Shleifer e Vishny, 1988; Bennedsen *et al.*, 2007; Pérez-González, 2006). Considerando il momento del passaggio del testimone tra la prima e la seconda generazione della famiglia, Cucculelli e Micucci (2008) confrontano la performance delle family firm prima e dopo il momento della successione, su una finestra temporale di tre anni. Gli autori rilevano che la presenza

di un discendente al vertice della società influenza negativamente la performance. Questo deterioramento appare concentrato soprattutto tra le società che presentavano una buona redditività prima del passaggio generazionale. I risultati dello studio supportano dunque – almeno nel contesto italiano – il ruolo positivo del fondatore e quello negativo del discendente nel determinare la performance d'impresa. In particolare, la riduzione della redditività in seguito al processo di successione è tanto maggiore quanto più la società opera in settori competitivi dove il talento imprenditoriale del fondatore ha rappresentato sin dalle origini la chiave del successo.

Gran parte dell'elevata performance di un'impresa familiare sembra dunque provenire dalle capacità imprenditoriali del fondatore (Miller *et al.*, 2007), che possono essere responsabili della riduzione della redditività che si osserva nelle family firm quando un discendente subentra nella gestione. Inoltre, gli effetti negativi derivanti dal cambiamento della leadership sono frequentemente amplificati dalla selezione inefficiente del successore (Burkart, Panunzi e Shleifer, 2003), dallo scarso livello di istruzione dei discendenti (Pérez-González, 2006) e dalla loro ridotta esperienza manageriale (Smith e Amoako-Adu, 1999). L'erede è spesso meno talentuoso del fondatore o di un manager di professione (cfr. capitolo 2) e ciò limita la crescita e la profittabilità della family firm rispetto ad analoghe non family firm. Un'ulteriore spiegazione in merito a siffatte evidenze considera che l'intelligenza è solo parzialmente ereditata (Devlin, Daniels e Roeder, 1997) e che il talento nel gestire una società è una dimensione dell'intelligenza. Ancora, lotte interne alla famiglia – frequenti soprattutto quando il fondatore abbandona la gestione della società e nella famiglia è presente un numero elevato di eredi – possono paralizzare il processo decisionale dell'impresa riducendone la performance (tra gli altri, Davis e Harveston, 2001). L'esistenza di conflitti interni alla famiglia in seguito ad una successione sono maggiormente probabili quando nella family firm lavorano contemporaneamente molti fratelli: la cooperazione tra gli stessi può essere difficile a prescindere dalla forza dei legami di parentela che in origine definiva i loro rapporti (Bertrand e Schoar, 2006). In linea con questi argomenti, società in cui il controllo è nelle mani di un numero elevato di fratelli sembrano essere caratterizzate da rendimenti ridotti (Bertrand *et al.*, 2008). Ellul, Pagano e Panunzi (2010) si focalizzano sulle leggi di successione ed evidenziano che in economie in cui le normative sono più restrittive, i diritti sulle proprietà del fondatore conferiti agli eredi che non possiedono pacchetti di controllo mitigano la capacità dell'impresa di ottenere finanziamenti limitando di conseguenza la possibilità di effettuare investimenti e riducendo la crescita delle family firm.

In generale, studi rilevano come gli elementi che la letteratura ha identificato come punti di forza per la performance delle imprese familiari (cfr. paragrafo 1.1), quali l'immagine della famiglia, la riduzione dei costi di agenzia, l'orizzonte di lungo periodo (Maury, 2006; Miller e Le Breton-Miller, 2005), sembrano svanire quando l'impresa è gestita da un numero troppo elevato di membri della famiglia. Tuttavia, la complessità e soprattutto la non uniformità dei risultati evidenziati dagli studi sopraccitati fa emergere svariati quesiti in merito al management delle family firm. I fondatori hanno un'influenza positiva o negativa sulla performance? Esiste un effetto positivo legato alla presenza nella gestione dell'impresa di componenti della famiglia diversi dai fondatori? L'effetto dei discendenti è neutrale, positivo o negativo? Questo effetto è più o meno pronunciato all'aumentare delle generazioni familiari? Villalonga e Amit (2006) provano a fornire una risposta conclusiva a questi interrogativi utilizzando un campione di imprese incluse nella lista Fortune 500 tra il 1994 e il 2000. I risultati supportano in maniera significativa l'effetto del management, del controllo e della proprietà familiare sul valore delle family firm. In particolare, Villalonga e Amit (2006) mostrano che le imprese familiari hanno più o meno valore rispetto ad analoghe non family firm a seconda di come i tre elementi – il management, la proprietà e il controllo – si combinano nella definizione di impresa familiare. La proprietà familiare crea valore per tutti gli azionisti dell'impresa solo quando il fondatore è ancora attivo all'interno della società come amministratore delegato o come presidente del consiglio di amministrazione in casi in cui il CEO è un manager di professione. Tuttavia, la presenza di meccanismi che facilitano l'espropriazione – quali ad esempio la contemporanea emissione di più classi di azioni o la costituzione di strutture piramidali – riduce la capacità (ovvero la volontà) dei fondatori di creare valore. In seguito al ritiro del fondatore dall'attività, l'affidamento della gestione ad un erede crea una situazione difficile per le minoranze, che sarebbero meno danneggiate dall'essere esposte al tradizionale conflitto di agenzia tra proprietà e management. In questi casi, la presenza del fondatore con l'incarico di presidente non mitiga l'impatto negativo sulla performance legato alla gestione dell'erede. Tuttavia, l'effetto negativo del discendente-CEO sembra essere interamente attribuibile alla seconda generazione della famiglia: il controllo dell'impresa da parte della terza generazione influenza infatti in modo positivo la redditività di impresa.

## 4. EVIDENZE EMPIRICHE NEL CONTESTO ITALIANO

Lo scopo del presente capitolo è sottoporre ad indagine empirica le principali teorie espone nel capitolo 3. In particolare, l'analisi che segue è volta ad investigare nel contesto Italiano se la proprietà familiare ha un effetto positivo o meno sulla performance d'impresa. Nonostante l'ampia letteratura sul tema con riferimento al mercato Inglese o Statunitense, le evidenze riferite al nostro paese sono poco rilevanti e tra loro contraddittorie.

Se ciò da un lato non è sorprendente, alla luce dei numerosi studi condotti prevalentemente sul mercato anglosassone, è opportuno menzionare che l'Italia è un contesto di ricerca ideale in merito all'oggetto di indagine. Infatti, come sostenuto da diversi autori, tra i paesi industrializzati il nostro paese incarna il capitalismo familiare (si veda a titolo di esempio Corbetta, 1995; Aganin e Volpin, 2005; Faccio e Lang, 2002; Barontini e Caprio, 2006). Inoltre, peculiarità del paese potrebbero amplificare gli eventuali effetti sulla performance legati alla proprietà e al management familiare. Questo perché il mercato Italiano è riconosciuto dalla letteratura finanziaria come uno dei più opachi (tra gli altri Cascino *et al.*, 2010) ed esposti al pericolo di insider trading (tra gli altri Bhattacharya e Daouk, 2002). In tal senso Leuz, Nanda e Wysocki (2003) considerano 31 differenti paesi e classificano l'Italia al quarto posto per livello di manipolazione degli utili. In altri termini, nel mercato Italiano l'esistenza ed il successivo sfruttamento di informazioni privilegiate ovvero l'estrazione di benefici privati da parte della proprietà (i.e. la famiglia) o del management (sia esso interno o esterno alla famiglia) è molto più probabile rispetto ad altri mercati. Detto altrimenti, in Italia vi è una probabilità maggiore rispetto ad altre economie che siano poste in essere strategie di business fraudolente in grado di aumentare i costi di agenzia, siano essi legati a conflitti principal-agent o principal-principal.

Di contro, Colli (2012) evidenzia come in particolare nel contesto Italiano le family firm siano caratterizzate da una molteplicità di obiettivi anche di carattere non economico che rendono quantomeno limitativo utilizzare singole misure di performance per valutare l'andamento di un'impresa familiare. Infatti, gli aspetti non-economici del business hanno un'enfasi particolare e sono racchiusi nel concetto di dotazione socio emozionale dell'impresa già analizzato nel paragrafo 1.3 (si veda, tra gli altri, Gómez-Mejía *et al.*, 2011; Gómez-Mejía *et al.*, 2007). Questo comprende il senso di identità, la soddisfazione del bisogno di appartenenza (Kepner, 1991), la perpetuazione dei valori della famiglia attraverso l'impresa (Casson, 1999; Handler, 1990) e la conservazione del capitale sociale della family firm. Come già evidenziato, l'unione di questi elementi influenza il modo in cui l'impresa è gestita e frequentemente si traduce in una migliore performance finanziaria (e.g., Berrone *et al.*, 2010; Cennamo *et al.*, 2012) e in benefici in termini di valorizzazione del marchio (Zellweger, Eddleston e Kellermanns, 2010). In conclusione, il contesto Italiano rappresenta un laboratorio di analisi ideale, in quanto le sue caratteristiche dovrebbero esacerbare sia gli aspetti positivi che quelli negativi (evidenziati nel paragrafo 3.2) in merito alla relazione tra management familiare e performance.

L'interesse scientifico del presente contributo nasce alla luce delle teorie e dei risultati delle analisi presentati dalla letteratura finanziaria, che si sono rivelati numerosi e al contempo conflittuali. Scopo del lavoro è fornire evidenza empirica in merito alla relazione tra performance e proprietà familiare considerando molteplici punti di vista. Da un lato è analizzata la performance condizionatamente a diversi livelli di impresa familiare: in primis le family firm, successivamente scomposte in imprese familiari fondate (*founding family firm*) o meno (*non founding family firm*) dalla famiglia proprietaria, a loro volta suddivise in *founding family firm* gestite dal fondatore, da un suo erede ovvero da un manager esterno. Dall'altro, per ogni livello di impresa familiare sono investigate molteplici misure di redditività – sia di mercato che contabili – nel tentativo di armonizzare le evidenze contrastanti ad oggi prodotte dalla letteratura ogni volta che si considerano differenti proxy della profittabilità (tra gli altri Galve Górriz e Salas Fumas, 1996).

Il capitolo è strutturato come segue: il prossimo paragrafo richiama le principali teorie ed evidenze empiriche avanzate dalla letteratura in merito al rapporto tra management familiare e performance d'impresa; il secondo paragrafo descrive il campione di riferimento e illustra i criteri utilizzati per la sua costruzione; il terzo paragrafo presenta i risultati dell'analisi, mentre la quarta ed ultima sezione conclude.



#### 4.1. Letteratura e sviluppo delle ipotesi

Il filo conduttore che il lavoro ha fino ad ora seguito è legato all'analisi dei punti di forza e di debolezza delle imprese familiari e ai loro effetti sulla performance. Gli elementi di vantaggio competitivo sono sostanzialmente riassumibili nella possibilità per le family firm di seguire strategie di business non convenzionali, nella maggiore flessibilità operativa e decisionale, nella definizione di una strategia di impresa di lungo periodo, nelle opportunità legate al radicamento territoriale (cfr. paragrafo 1.1, 1.3 e 1.4), nella potenziale riduzione dei conflitti di agenzia (cfr. paragrafo 3.1) e nell'identificazione dei membri della famiglia con la società, che crea un senso di lealtà e di fiducia nei confronti dell'attività e di chi vi lavora (cfr. paragrafo 3.2). Se i potenziali punti di forza sono numerosi, è altresì vero che gli elementi di svantaggio competitivo sono altrettanto sostanziosi. Questi sono essenzialmente riassumibili nell'assenza di adeguate politiche di successione che determinano spesso la presenza nell'attività di un successore inadeguato (cfr. paragrafo 2.3), nel rischio che si sviluppino conflitti di agenzia tra azionisti di maggioranza e di minoranza e nella mancata professionalizzazione dell'impresa anche quando questa raggiunge dimensioni significative (cfr. paragrafo 1.2, 1.4 e 3.2). L'insieme di questi fattori rende le imprese familiari profondamente differenti dalle non family firm e crea peculiarità che – a seconda di come sono sfruttate – si riflettono positivamente o negativamente sulla performance. Le evidenze empiriche assecondano questo punto di vista e ad oggi non sono in grado di determinare se l'effetto delle peculiarità positive delle family firm sia in grado di superare quello definito dagli elementi di debolezza.

##### *Family firm vs non family firm*

Senza volere riportare in modo estensivo le teorie già presentate nei paragrafi precedenti ma riassumendo per punti le principali evidenze empiriche rilevate dalla letteratura finanziaria, è possibile affermare che una parte significativa delle ricerche sul tema mostra che le family firm registrano performance sistematicamente superiori rispetto ad analoghe imprese non familiari (Morck, Shleifer e Vishny, 1988; Anderson e Reeb, 2003; Villalonga e Amit, 2006; Leech e Leahy, 1991; McConaughy *et al.*, 1998). In particolare, le imprese familiari sono caratterizzate da maggiori margini di profitto, tassi di crescita accelerati, vendite superiori e più elevati cash flow per impiegato (Aronoff e Ward, 1995). Alla base delle performance elevate sono il potere di monitorare gli amministratori in capo agli azionisti di maggioranza e la conseguente riduzione dei conflitti di agenzia (tra gli altri Khanna e Rivkin,

2001). Oltre a ridurre i costi di agenzia le family firm sono caratterizzate da connessioni familiari che sostituiscono e integrano le disfunzionalità dei mercati, da un elevato valore del capitale reputazionale delle famiglie (Khan- na e Yafeh, 2007) e da connessioni politiche (Morck, Wolfenzon e Yeung, 2005) che ne influenzano positivamente la redditività. Una parte della lettera- tura contesta queste evidenze (cfr. paragrafo 3.1) e mostra che la proprietà concentrata (tipica, appunto, delle imprese familiari) ha effetti negativi sulla strategia e sulla performance in quanto gli azionisti di maggioranza sfruttano la loro posizione per estrarre benefici privati a discapito delle minoranze (tra gli altri, Morck, Shleifer e Vishny, 1988; Demsetz, 1983; Fama e Jensen, 1983a, 1983b; Demsetz e Lehn, 1985; Shleifer e Vishny, 1997). L'esempio più tradizionale è l'utilizzo dell'auto, dell'aereo o del telefono aziendale per scopi privati, l'effettuazione di operazioni con parti correlate e la distribu- zione di dividendi straordinari (Anderson e Reeb, 2003; DeAngelo e DeAngelo, 2000). Secondo questi studi, la concentrazione proprietaria rende le family firm meno efficienti rispetto ad analoghe imprese a proprietà diffusa (Hol- derness e Sheehan, 1988; Maury, 2006; Bennedsen *et al.*, 2007; Cronqvist e Nilsson, 2003; Pérez-González, 2006), riduce la diversificazione finanziaria, aumenta il premio per il rischio e di conseguenza il costo del capitale (Dem- setz e Lehn, 1985). Ancora, il consolidamento del potere esecutivo ed il ne- potismo tipico delle family firm contribuiscono a penalizzarne la performan- ce (Chandler, 1990; Gomez-Mejia, Haynes e Nunez-Nickel, 2003; Perez- Gonzalez, 2006; Schulze *et al.*, 2001, 2003). Coerentemente con questi argo- menti, studi rilevano che le imprese familiari hanno una  $q$  di Tobin più bassa (Holderness e Sheehan, 1988) e sono meno produttive rispetto ad ana- loghe public company (Barth, Gulbrandsen e Shone, 2005).

Alla luce delle teorie e delle evidenze empiriche presentate, è possibile affermare che la relazione empirica tra proprietà familiare e valore d'impresa non è conclusiva: la conflittualità dei risultati presentati e la dif- ficoltà di ottenere risultati univoci anche utilizzando differenti misure di performance (che si tratti di dati contabili, come il rendimento dell'equity e il rendimento delle attività o valori di mercato come la  $q$  di Tobin) non con- sentono di effettuare previsioni sulla redditività delle imprese familiari. In altri termini, non esistono elementi specifici del contesto Italiano che per- mettono di anticipare per le family firm la predominanza dei vantaggi com- petitivi sugli aspetti negativi, o viceversa.

#### *Founding family firm vs non founding family firm*

La letteratura finanziaria non si limita a distinguere le imprese familiari dal- le non familiari e – focalizzandosi sull'insieme delle family firm – le suddivide

in due ulteriori sottogruppi. Nello specifico, il processo attraverso cui la famiglia ottiene il controllo della società è il fattore chiave per distinguere le *founding family firm* dalle *non founding family firm*. Se nel primo caso la famiglia ha fondato l'impresa, nel secondo caso la famiglia proprietaria ha acquisito attraverso una transazione di mercato un'attività già avviata da altri. Le due tipologie di società si differenziano per alcuni particolari fattori. Ad esempio, le *founding family firm* presentano un'identificazione con il business da parte della famiglia ed un radicamento al territorio in cui operano superiore rispetto alle *non founding family firm* (Hollander e Elman, 1988; Kelly, Athanassiou e Crittenden, 2000). Infatti, la creazione dell'attività inculca sia nel fondatore sia nelle generazioni a lui successive un senso di identificazione con l'impresa e con la comunità locale all'interno della quale la stessa si è sviluppata non comparabile con quello posseduto da chi ha acquisito la società sul mercato. Nelle *founding family firm* la cultura del fondatore dà forma alla missione della società che lo rappresenta e che rappresenta (Hollander e Elman, 1988): in definitiva vi è una sovrapposizione tra valori della famiglia e valori dell'impresa (Astrachan, Klein e Smyrnios, 2002; Carlock e Ward, 2001), che diventa un simbolo dei fondatori ed un bene da tramandare alle generazioni future (Berrone, Cruz e Gomez-Mejia, 2012; Dyer e Whetten, 2006; Miller e Le Breton-Miller, 2006; Tagiuri e Davis, 1996). Se per i proprietari delle *non founding family firm* la società – così come è stata acquistata – è un *asset* che può essere facilmente rivenduto sul mercato, i fondatori hanno invece interesse a conservare la reputazione dell'attività agli occhi di finanziatori e azionisti esterni alla famiglia. Ciò induce gli stessi a compiere azioni che si traducono in una migliore performance (tra gli altri, Berrone *et al.*, 2010; Cennamo *et al.*, 2012).

Questo argomento è supportato dai sostenitori della *stewardship theory*, secondo i quali i proprietari (i.e. la famiglia) che si identificano con l'impresa e ne diventano l'immagine sono maggiormente focalizzati nel perseguire gli obiettivi della società invece che i propri interessi personali. I meccanismi di controllo e di governance non sono più necessari grazie alle relazioni che si creano tra gli individui, da sole in grado di disciplinare il comportamento di manager e proprietari. Infine, il possesso continuativo di una società ne amplifica la “dotazione socio-emozionale” (Lee, 2006; Miller e Le Breton-Miller, 2005; Cennamo *et al.*, 2012), influenzando (positivamente) il modo in cui la stessa è gestita e di conseguenza la performance. Tuttavia, questi meccanismi possono anche avere effetti negativi sul comportamento dei manager. Infatti, parte della letteratura mostra che queste imprese sono maggiormente vulnerabili al radicamento manageriale, che talvolta induce i manager – anche interni alla famiglia – ad estrarre benefici privati, a discapito del valore dell'attività (Morck, Shleifer e Vishny, 1988). Inoltre, la riduzione di ga-

ranzie formali nella gestione del business può in generale incentivare la presenza di comportamenti opportunistici che penalizzano la redditività d'impresa (Gómez-Mejía, Nunez-Nickel e Gutierrez, 2001).

Per questo, non è possibile prevedere l'influenza sulla performance delle *founding* e delle *non founding family firm*: se da un lato le prime possono presentare rendimenti superiori grazie all'impegno e alla dedizione della famiglia fondatrice, dall'altro la gestione non strutturata e informale ed il radicamento manageriale possono ridurre le performance. Di contro, le *non founding family firm* sono caratterizzate da una minore identificazione con l'attività da parte della famiglia che, specularmente, può ridurre l'impegno nella gestione e di conseguenza il valore dell'impresa. Tuttavia, le famiglie che acquisiscono una società nel mercato vedono la stessa come un *asset* da valorizzare ed – eventualmente – rivendere, a beneficio della redditività. Ancora una volta, non esistono elementi specifici del contesto Italiano che permettano di anticipare per le *founding family firm* la predominanza dei vantaggi competitivi sugli aspetti negativi, o viceversa.

#### *Fondatori, discendenti e manager esterni*

Alla luce delle evidenze empiriche presentate dalla letteratura finanziaria, il presente studio suddivide le *founding family firm* in tre ulteriori sottogruppi, ossia in imprese gestite direttamente dal fondatore, da un suo discendente o da un manager esterno e – dunque – professionalizzate.

Parte della letteratura evidenzia che le family firm gestite da membri della famiglia fondatrice e in particolare dal fondatore registrano performance superiori rispetto ad analoghe non family firm (Morck, Shleifer e Vishny, 1988; Sraer e Thersmar, 2004; Fahlenbrach, 2009). McConaughy *et al.* (1998) supportano queste evidenze sostenendo anche che la presenza di un discendente come amministratore incide positivamente sulla performance. Sulla stessa linea Mehrotra *et al.* (2013) sottolineano l'effetto positivo dell'erede sui rendimenti: le società amministrate dai discendenti sono più profittevoli di imprese non familiari, ovvero di family firm gestite da manager di professione.

Tuttavia, parte della letteratura non concorda con le evidenze precedenti. Infatti, studi mostrano che la gestione d'impresa in capo ai fondatori o ai loro discendenti influenza negativamente il valore della società (tra gli altri Smith e Amoako-Adu, 1999). In particolare, attività gestite direttamente da eredi del fondatore presentano rendimenti significativamente inferiori a quelli di analoghe imprese non familiari (tra gli altri Morck, Shleifer e Vishny, 1988; Bertrand e Schoar 2006; Villalonga e Amit, 2006; Bennedsen *et al.*, 2007; Miller *et al.*, 2007). Su questa linea, Cucculelli e Micucci (2008), Smith e Amoako-Adu (2005) e Perez-Gonzalez (2006) evidenziano

che il mercato reagisce negativamente alla notizia del ritiro del fondatore a favore di un erede. Tra le possibili spiegazioni, l'incapacità manageriale dei membri della famiglia (Smith e Amoako-Adu, 1999), la selezione inefficiente del successore (Burkart, Panunzi e Shleifer, 2003; Caselli e Gennaio-li, 2013) e lo scarso livello di istruzione dei discendenti (Pérez-González, 2006). Ancora, la presenza di un numero troppo elevato di discendenti e l'incapacità di definire un'unica figura di riferimento almeno per la gestione ordinaria, possono paralizzare il processo decisionale dell'impresa riducendone la performance (Davis e Harveston, 2001; Bertrand e Schoar, 2006; Ellul, Pagano e Panunzi, 2010).

Altri studi mostrano che la presenza di manager esterni alla famiglia ha un effetto positivo sulla redditività (tra gli altri, Barth, Gulbrandsen e Shone, 2005): la professionalizzazione dell'attività consente di utilizzare il capitale della società in modo ottimale e di guadagnare vantaggio competitivo a beneficio della performance (Grant, 1991; Daily e Dollinger, 1992). In un'ottica di discontinuità con la letteratura precedente, Jayaraman *et al.* (2000) sostengono che non esiste alcuna relazione tra la redditività della società e la figura dell'amministratore delegato, sia esso interno o esterno alla famiglia.

Alla luce delle evidenze empiriche sopraccitate, non è possibile prevedere nel contesto Italiano alcun effetto sulla performance della presenza in qualità di amministratore delegato del fondatore, di un discendente o di un manager esterno.

## 4.2. Descrizione del campione e metodologia

### *Costruzione del campione*

Al fine di sottoporre a verifica empirica la relazione tra performance di impresa e proprietà e management familiare, sono considerate le imprese quotate alla borsa valori di Milano su un periodo di 10 anni, ossia dall'anno 1999 al 2008. Per costruire il campione ed ottenere dati a livello di impresa sono state utilizzate molteplici fonti: i) il database fornito dalla Consob, la Commissione Nazionale per le Società e la Borsa<sup>1</sup>, ii) Osiris (database Bureau Van Dijk<sup>2</sup>); iii) gli archivi di Borsa Italiana S.p.A.<sup>3</sup>, iv) l'archivio dati de *Il Sole 24Ore*, v) le guide pubblicate con cadenza annuale *Il Calepino dell'Azionista* e *Il Taccuino dell'Azionista* che forniscono una breve storia

<sup>1</sup> Per approfondimenti consultare l'Url <http://www.consob.it/>.

<sup>2</sup> Per approfondimenti consultare l'Url <http://www.bvdinfo.com/>.

<sup>3</sup> Per approfondimenti consultare l'Url <http://www.borsaitaliana.it/>.

di ogni impresa e titolo quotato alla borsa valori di Milano, vi) Datastream e Worldscope (Thompson Financial).

Il database Consob ha consentito di estrarre il campione iniziale, ossia la lista completa delle imprese quotate in borsa nel periodo 1998-2008, composta da 2.747 osservazioni. Dal campione iniziale sono state eliminate le società con sede non in Italia (per i dati sulla localizzazione del quartier generale delle imprese si è utilizzato Osiris) e quelle sospese dalla quotazione o emittenti solamente azioni non ordinarie (dati da Borsa Italiana). I dati relativi alla struttura proprietaria sono stati ricavati dal database Consob mentre le informazioni sull'identità dei top manager e sulla composizione del consiglio di amministrazione sono stati ottenuti da *Il Calepino dell'Azionista* e *Il Taccuino dell'Azionista*. Dall'archivio de *Il Sole 24Ore* e da *Il Calepino dell'Azionista* è stato possibile ottenere dati rispettivamente sulla copertura mediatica e sull'età delle imprese (sia dall'anno di fondazione che dall'anno in cui si è verificata la quotazione in borsa, ossia l'Offerta Pubblica Iniziale – IPO). Tutti gli altri dati contabili o finanziari sono stati estratti da Datastream e Worldscope.

L'applicazione dei suddetti filtri ha permesso di definire il campione finale, composto da 2.726 osservazioni (di cui 2.020 relative a società non finanziarie). Di queste, 1.206 si riferiscono ad imprese non familiari mentre 1.520 sono relative a family firm. Nel sottocampione di imprese familiari, 1.082 osservazioni (finanziarie e non) si riferiscono a *founding family firm*, a loro volta suddivise in società gestite dal fondatore (382 osservazioni), da un discendente (281 osservazioni) o da un manager esterno (419 osservazioni).

#### *Descrizione del campione*

La Tabella 4.1. riassume la composizione del campione indagato, considerando i settori di appartenenza delle imprese e la classificazione delle stesse sulla base dei criteri utilizzati nel presente studio. Dall'analisi della tabella si evince che il 56% delle imprese quotate alla borsa valori di Milano nel periodo indagato sono familiari, una percentuale molto elevata coerente con l'argomentazione per cui tra i paesi industrializzati l'Italia incarna il capitalismo familiare (si veda Corbetta, 1995; Aganin e Volpin, 2005; Faccio e Lang, 2002; Barontini e Caprio, 2006). Tra le family firm ben il 71% sono *founding family firm*. Questa evidenza mostra la marcata tendenza delle famiglie fondatrici italiane a non cedere la propria società e a mantenere nel tempo il controllo e la gestione della stessa. Considerando quest'ultimo sottoinsieme e alla luce della precedente disamina della letteratura sul tema, sorprende il fatto che ben il 39% delle imprese fondate dalla famiglia proprietaria si riferisca ad attività la cui gestione è affidata ad un

manager esterno. Sebbene non costituiscano la maggior parte del campione, le imprese familiari professionalizzate sono in ogni caso in numero considerevole. Il 61% delle *founding family firm* è gestito da membri della famiglia fondatrice: il 35% direttamente dal fondatore, mentre il 26% da un suo erede. L'eliminazione dal campione delle imprese finanziarie, in virtù del fatto che i loro bilanci e più in generale la loro attività sono sensibilmente differenti da quelli di altre imprese operanti in settori diversi non modifica sostanzialmente quanto affermato fino ad ora.

Tab. 4.1 – *Composizione del campione*

La tabella riporta la numerosità (#) e la percentuale (%) delle imprese appartenenti al campione oggetto di studio classificandole in dieci settori di appartenenza e distinguendo le imprese non familiari (NON FAMILY) dalle familiari (FAMILY). In aggiunta, è evidenziato il sottocampione di FAMILY relativo alle *founding family firm* (FOUNDING), a sua volta scomposto in società gestite dal fondatore (FONDATORE), da un suo erede (DISCENDENTE) o da un manager esterno (MANAGER ESTERNO). In calce alla tabella sono riportate le percentuali rappresentate dai sottogruppi indagati rispetto al campione totale, all'insieme di FAMILY e al sottoinsieme di FOUNDING. Il campione è costituito da 2.726 osservazioni di imprese quotate presso la borsa valori di Milano nel periodo 1999-2008.

	NON FAMILY		FAMILY		FOUNDING		CEO					
							FONDATORE		DISCENDENTE		MANAGER ESTERNO	
	#	%	#	%	#	%	#	%	#	%	#	%
Materie prime	45	3,7	50	3,3	46	4,3	19	5,0	-	-	27	6,4
Beni di consumo	72	6,0	395	26,0	297	27,4	69	18,1	104	37,0	124	29,6
Servizi al consumo	118	9,8	201	13,2	118	10,9	47	12,3	33	11,7	38	9,1
Finanza	472	39,1	234	15,4	119	11,0	28	7,3	33	11,7	58	13,8
Salute	19	1,6	24	1,6	23	2,1	2	0,5	10	3,6	11	2,6
Industria	225	18,7	388	25,5	304	28,1	114	29,8	85	30,2	105	25,1
Energia	20	1,7	26	1,7	16	1,5	-	-	12	4,3	4	1,0
Tecnologia	64	5,3	140	9,2	112	10,4	81	21,2	2	0,7	29	6,9
Telecomunicazioni	21	1,7	42	2,8	30	2,8	20	5,2	-	-	10	2,4
Servizi di pubblica utilità	150	12,4	20	1,3	17	1,6	2	0,5	2	0,7	13	3,1
Totale	1.206	100	1.520	100	1.082	100	382	100	281	100	419	100
% sul campione totale		44,2		55,8		39,7		14,0		10,3		15,4
% sul campione FAMILY						71,2		25,1		18,5		27,6
% sul campione FOUNDING								35,3		26,0		38,7

Analizzando i settori di appartenenza, è possibile affermare che nel contesto italiano le imprese quotate non familiari tendono a concentrarsi nel settore della finanza (39%); seguono l'industria (19%) ed i servizi di pubblica utilità (12%). Di contro le family firm operano maggiormente nel settore dei beni di consumo (26%), in quello industriale (25%) e – inaspettatamente – in quello della finanza (15%). I cluster settoriali considerando le *founding family firm* sono in linea con il campione globale delle imprese familiari. Se per quasi la totalità dei settori indagati la gestione delle *founding family firm* è più o meno equamente suddivisa tra fondatore, discendente e manager esterno, per quel che concerne la tecnologia il divario tra le diverse gestioni aumenta. Infatti, ben il 21% dei fondatori ancora al comando dell'attività che hanno creato lavora in imprese che si occupano di tecnologia, meno del 1% dei discendenti attivi sono impiegati nello stesso settore, mentre il 7% dei manager esterni che ricoprono la carica di amministratore delegato in *founding family firm* opera nella tecnologia. Una possibile spiegazione a riguardo è legata al fatto che un settore relativamente giovane come quello della tecnologia non si è ancora trovato a vivere i problemi legati al momento del passaggio generazionale, con il naturale e necessario cambio al vertice che ne deriva.

La Tabella 4.2 riporta il numero di imprese familiari analizzate, suddividendole nei 10 anni investigati e per settore di appartenenza. La tabella permette quindi di analizzare il trend temporale delle family firm ed evidenza che il numero delle stesse è aumentato nel periodo indagato – grazie a nuove quotazioni – passando da 124 società nel 1999 a 165 nell'anno 2008. Considerando i singoli settori, le società sono distribuite in maniera pressoché costante su tutto il periodo. L'unica eccezione in tal senso è relativa al settore delle materie prime, dove il trend è discendente (da 7 osservazioni nel 1999 a 3 osservazioni nel 2008) e a quelli di tecnologia, telecomunicazioni e servizi al consumo, dove il numero delle imprese familiari nel tempo è in media aumentato.



Tab. 4.2 – Composizione del campione: le imprese familiari

La tabella riporta la numerosità delle sole imprese familiari appartenenti al campione oggetto di studio per il periodo considerato (1999-2008) classificandole in dieci settori di appartenenza. In totale il campione è costituito da 2.726 osservazioni di imprese – tra cui 1.520 family firm – quotate presso la borsa valori di Milano nel periodo 1999-2008.

Settore	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	Totale
Materie prime	7	7	6	6	5	5	4	4	3	3	50
Beni di consumo	35	41	41	41	37	35	36	39	45	45	395
Servizi al consumo	14	20	24	23	18	19	20	21	21	21	201
Finanza	21	22	21	24	23	24	24	24	26	25	234
Salute	1	1	2	2	2	2	2	3	4	5	24
Industria	38	36	39	39	37	37	35	40	45	42	388
Energia	2	2	2	2	2	2	2	4	4	4	26
Tecnologia	3	14	18	18	16	16	13	15	14	13	140
Telecomunicazioni	0	4	5	4	5	6	5	5	4	4	42
Servizi di pubblica utilità	3	1	1	2	2	2	2	2	2	3	20
Totale	124	148	159	161	147	148	143	157	168	165	1.520

### Metodologia

Scopo del lavoro è fornire evidenza empirica in merito alla relazione tra performance e proprietà familiare considerando molteplici punti di vista. A tal fine, da un lato sono considerati diversi livelli di impresa familiare, dall'altro sono utilizzate svariate misure di performance. In linea con la letteratura (e.g. Barontini e Caprio, 2006; Villalonga e Amit, 2006), sono utilizzate variabili dummy per distinguere:

- i) le family firm dalle imprese non familiari (dummy “Family\_D”, che assume valore 1 se l’impresa è familiare e 0 altrimenti);
- ii) le *founding family firm* dalle *non founding family firm* (dummy “Founding Family\_D”, che assume valore 1 se l’impresa familiare è stata fondata dall’attuale famiglia proprietaria e 0 altrimenti);
- iii) le *founding family firm* il cui fondatore è anche l’amministratore delegato dalle altre *founding family firm* (dummy “Fondatore\_D”, che assume valore 1 se il fondatore è anche CEO e 0 altrimenti);
- iv) le *founding family firm* in cui un erede del fondatore è l’amministratore delegato dalle altre *founding family firm* (dummy “Discendente\_D”, che assume valore 1 se un discendente del fondatore è CEO dell’impresa e 0 altrimenti);

- v) le *founding family firm* in cui l'amministratore delegato è un manager esterno dalle altre *founding family firm* (dummy "Manager Esterno\_D", che assume valore 1 se il CEO è un manager di professione non appartenente alla famiglia fondatrice e 0 altrimenti).

Allo scopo di fornire evidenze sulle peculiarità delle family firm nel contesto italiano, sono presentate le statistiche descrittive relative alle variabili impiegate ed è preliminarmente effettuata un'analisi univariata (che per definizione può essere sviluppata solo considerando due distinti gruppi di imprese) considerando i) family firm e imprese non familiari, ii) *non founding family firm* e *founding family firm*, e tra queste ultime imprese gestite da iii) fondatore e discendente, iv) discendente e manager esterno, e v) fondatore e manager esterno.

Successivamente all'analisi univariata, lo studio empirico considera diversi modelli di regressione – coerenti con la struttura panel dei dati. Ogni modello utilizza una differente variabile dipendente, che misura la redditività di mercato o contabile, per ogni livello di impresa familiare. Le variabili esplicative utilizzate nelle regressioni variano da modello a modello e sono ricavate dai framework proposti dalla letteratura finanziaria per ogni dipendente considerata. Operativamente, per stimare l'effetto della proprietà e del management familiare sulle misure di performance analizzate, sono aggiunti ai modelli di regressione base (mod. BASE) i) la dummy Family\_D, che evidenzia l'effetto incrementale sulla redditività di impresa delle family firm rispetto alle imprese non familiari (mod. FAMILY), ii) le dummy Family\_D e Founding Family\_D: mentre la prima evidenzia l'effetto incrementale sulla performance legato ad imprese familiari non fondate dall'attuale famiglia proprietaria, la seconda mostra l'effetto incrementale legato alle *founding family firm* (mod. FOUNDING), iii) le dummy Family\_D, Fondatore\_D, Discendente\_D e Manager Esterno\_D: mentre la prima evidenzia l'effetto incrementale sulla performance legato alle *non founding family firm*, le ultime tre mostrano per le *founding family firm* l'effetto incrementale legato rispettivamente alla gestione del fondatore, di un suo discendente o di un manager esterno (mod. CEO).

La prima variabile di performance utilizzata è il logaritmo naturale del rapporto tra valore di mercato e valore di libro ( $\ln(\text{Market-to-Book})$ ) dell'equity delle imprese (si veda, tra gli altri, McConaughy e Phillips, 1999). Il Market-to-Book è largamente riconosciuto dalla letteratura finanziaria come variabile in grado di esprimere la performance di uno specifico titolo (si veda, tra gli altri, Baker e Wurgler, 2002; Adam e Goyal, 2008). Questo in virtù del fatto che è definito dal rapporto tra due diverse espressioni dell'equity di una società: una che include il valore della crescita po-

tenziale attribuito all'attività dagli investitori e che riflette dunque la sopra- o sottovalutazione del mercato (i.e. valore o capitalizzazione di mercato) ed una che non considera questo valore (i.e. valore contabile o di libro)<sup>4</sup>. Nonostante i risultati non siano influenzati dall'utilizzo dei logaritmi, l'applicazione degli stessi alla variabile semplice permette di ridurre l'elevata skewness positiva, con un approccio econometricamente più corretto. Come ulteriore controllo, l'analisi è ripetuta anche con la variabile semplice, con risultati invariati (non presentati al fine di evitare inutili ridondanze). Coerentemente con la letteratura teorica di riferimento a titolo di variabili esplicative sono utilizzate i) la partecipazione azionaria detenuta dall'azionista di maggioranza (i.e. Own), ii) una misura delle possibilità di crescita della società, definita dal rapporto tra spese in ricerca e sviluppo e fatturato (i.e. R&D-to-Sales), iii) la redditività del capitale proprio (i.e. ROE), iv) l'età dell'impresa, misurata dalla trasformazione logaritmica della somma della costante 1 e del numero di anni dell'impresa dalla sua fondazione (i.e.  $\ln(1+Età)$ ), v) la copertura mediatica dell'impresa, definita dalla trasformazione logaritmica della somma della costante 1 e del numero di articoli su *Il Sole 24Ore* che citano il nome della società nell'anno precedente (i.e.  $\ln(\text{Sole 24 Ore})$ ), vi) la dimensione dell'impresa, data dalla trasformazione logaritmica del totale attività della società (i.e.  $\ln(\text{Asset})$ ). Mentre l'effetto sul Market-to-Book di Own, ROE, R&D-to-Sales e Sole 24 Ore è atteso positivo (tra gli altri, Sacristán-Navarro, Gómez-Ansón e Cabeza-García, 2011; Campbell e Thompson, 2008; Fang e Peress, 2009; Miller *et al.*, 2007; Anderson e Reeb, 2003), Età e Asset dovrebbero influenzare negativamente la variabile dipendente (tra gli altri, Banz, 1981; Evans, 1987; McConaughy *et al.*, 1998).

La seconda variabile di performance utilizzata nell'analisi è il ROE dell'impresa, calcolato come il rapporto tra l'utile e il valore di libro del capitale proprio. Di fatto il ROE misura la redditività per gli azionisti, ovvero l'efficienza dell'impresa nel generare profitto per ogni unità di capitale conferito dai soci. Per questo, è una delle principali variabili utilizzate per valutare la performance di imprese anche non quotate. Coerentemente con la letteratura teorica di riferimento, in questo caso a titolo di variabili esplicative sono utilizzate i) Own, ii) R&D-to-Sales iii)  $\ln(1+Età)$ , iv)  $\ln(\text{Sole 24 Ore})$ , v)  $\ln(\text{Asset})$ . Mentre l'effetto sul ROE di Own, R&D-to-Sales e Sole 24 Ore è atteso positivo (tra gli altri, Sacristán-Navarro, Gó-

<sup>4</sup> Il valore di libro identifica il valore a cui i titoli dell'impresa sono inseriti in bilancio nello stato patrimoniale.

mez-Ansón e Cabeza-García, 2011; Campbell e Thompson, 2008; Fang e Peress, 2009; Miller *et al.*, 2007; Anderson e Reeb, 2003), Età e Asset dovrebbero influenzare negativamente la variabile dipendente (tra gli altri, Banz, 1981; Evans, 1987; McConaughy *et al.*, 1998).

La terza e ultima variabile di performance utilizzata è il ROA dell'impresa. Il rendimento delle attività è un indice di bilancio che misura la redditività relativa al capitale investito. In altri termini, esso esprime quanto sono profittevoli le attività di una società nel generare utili. Per questo, assieme al ROE, è una delle principali variabili utilizzate per valutare la performance di imprese anche non quotate. Esistono molti modi differenti per calcolare il ROA, che di fatto è un rapporto tra due misure: se in generale il denominatore è sempre pari al valore del totale attività, il numeratore può essere pari agli utili, all'EBIT<sup>5</sup> o più frequentemente all'EBITDA<sup>6</sup>. Nel presente studio, il ROA è espresso dal rapporto tra utile netto e totale attivo (si veda, tra gli altri, Crosson e Needles, 2008). Coerentemente con la letteratura teorica di riferimento in questo caso a titolo di variabili esplicative sono utilizzate i) Own, ii) R&D-to-Sales iii) Ln(1+Età), iv) Ln(Sole 24 Ore), v) Ln(Asset), vi) il rischio finanziario, misurato dalla deviazione standard dei rendimenti giornalieri (Dev. St. Rendimenti). Mentre l'effetto sul ROA di Own, R&D-to-Sales e Sole 24 Ore è atteso positivo (tra gli altri, Sacristán-Navarro, Gómez-Ansón e Cabeza-García, 2011; Campbell e Thompson, 2008; Fang e Peress, 2009; Miller *et al.*, 2007; Anderson e Reeb, 2003), Età, Asset e Dev. St. Rendimenti dovrebbero influenzare negativamente la variabile dipendente (tra gli altri, Banz, 1981; Evans, 1987; McConaughy *et al.*, 1998; Sacristán-Navarro e Gómez-Ansón, 2006; Anderson e Reeb, 2003).

In tutti i sopraccitati modelli di regressione sono incluse dummy settore, dummy mercato e dummy anno, allo scopo di controllare i risultati anche per effetti legati al settore di appartenenza, alla microstruttura dei mercati di quotazione e ad eventuali trend temporali. Inoltre, la dimensione dell'impresa è misurata anche con riferimento al fatturato, i.e. la variabile Ln(Asset) è sostituita da Ln(Fatturato), con risultati sostanzialmente invariati.

La Tabella 4.3 rappresenta la matrice di correlazione delle principali variabili coinvolte nell'analisi univariata e multivariata, mentre la Tabella 4.4 descrive le variabili.

<sup>5</sup> L'EBIT (i.e. Earnings Before Interests and Taxes) è il risultato ante oneri finanziari, anche detto reddito operativo aziendale.

<sup>6</sup> L'EBITDA (i.e. Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization) è il c.d. Margine Operativo Lordo o MOL.

Tab. 4.3 – Matrice di correlazione

La tabella riporta i coefficienti di correlazione delle variabili utilizzate nell'analisi univariata e multivariata.

Variabile	#	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Market-to-Book	1	1													
ROE	2	-0,08*	1												
ROA	3	0,09*	-0,84*	1											
Equity Book Value	4	-0,04	0,04	-0,03	1										
Own	5	-0,02	0,02	0,06*	-0,11*	1									
Fatturato	6	-0,01	0,01	-0,03	0,05*	-0,22*	1								
Asset	7	-0,02	0,02	-0,07*	0,02	-0,23*	0,61*	1							
R&D-to-Sales	8	-0,00	-0,00	0,03	0,04	-0,00	0,03	-0,03	1						
Sole 24 Ore	9	-0,00	0,01	-0,03	0,01	-0,20*	0,62*	0,56*	0,03	1					
Dipendenti	10	-0,01	0,02	-0,04	0,05	-0,22*	0,81*	0,58*	0,11*	0,69*	1				
FTSE MIB	11	0,06*	0,00	-0,03	0,02	-0,27*	0,51*	0,44*	0,04	0,51*	0,52*	1			
Dev. St. Rendimenti	12	0,04	-0,04	0,04	-0,07*	-0,01	-0,06*	-0,05*	0,02	-0,00	-0,03	-0,06	1		
Età (Fondazione)	13	-0,05	-0,01	-0,12*	0,04	-0,20*	0,21*	0,24*	-0,01	0,13*	0,20*	0,16*	-0,04	1	
Età (IPO)	14	-0,06*	-0,01	-0,07*	-0,01	-0,09*	0,23*	0,17*	0,06*	0,16*	0,26*	0,16*	0,03	0,56*	1

\* implica significatività statistica all'1%.

Tab. 4.4 – Definizione delle variabili

La tabella descrive le variabili utilizzate nell'analisi.

Variabile	Descrizione
Asset	Totale attivo.
Dev. St. Rendimenti	Deviazione standard dei rendimenti giornalieri.
Dipendenti	Numero annuo di dipendenti.
Discendente_D	Dummy che assume valore uguale ad 1 se in una <i>founding family firm</i> il CEO è un discendente del fondatore e 0 altrimenti.
Equity Book Value	Valore di libro dell'equity.
Età (Fondazione)	Numero di anni dell'impresa dalla sua fondazione.
Età (IPO)	Numero di anni dell'impresa dalla quotazione in borsa.
Family_D	Dummy che assume valore uguale ad 1 se l'impresa è familiare e 0 altrimenti
Fondatore_D	Dummy che assume valore uguale ad 1 se in una <i>founding family firm</i> il fondatore è anche CEO e 0 altrimenti.
Fatturato	Ricavi.
Founding Family_D	Dummy che assume valore 1 se l'impresa familiare è stata fondata dall'attuale famiglia proprietaria e 0 altrimenti.
FTSE MIB	Dummy che assume valore uguale ad 1 se l'impresa è inclusa nell'indice FTSE MIB e 0 altrimenti.

(continua)

(segue)

Manager Esterno_D	Dummy che assume valore uguale ad 1 se in una <i>founding family firm</i> il CEO è un manager di professione non appartenente alla famiglia fondatrice e 0 altrimenti.
Market-to-Book	Rapporto tra valore di mercato e valore di libro dell'equity.
Own	Partecipazione azionaria detenuta dall'azionista di maggioranza.
R&D-to-Sales	Rapporto tra spese in ricerca e sviluppo e fatturato.
ROA	Rapporto tra utile e valore del totale attivo.
ROE	Rapporto tra utile e valore contabile dell'equity.
Sole 24 Ore	Numero di articoli su Il Sole 24 Ore che citano il nome della società nell'anno precedente.

### 4.3. Principali evidenze

#### 4.3.1. Analisi univariata

Come primo passo per fornire evidenza empirica in merito alla relazione tra performance e proprietà familiare è sviluppata un'analisi univariata tra diversi insiemi di imprese. L'analisi univariata, ossia l'analisi delle differenze di medie (t-stat) e mediane (chi-stat), per definizione può essere effettuata soltanto utilizzando gruppi di imprese a due a due. Per questo sono considerate rispettivamente i) family firm e imprese non familiari, ii) *non founding family firm* e *founding family firm*, e tra queste ultime imprese gestite da iii) fondatore e discendente, iv) discendente e manager esterno, e v) fondatore e manager esterno.

#### *Family vs non family firm*

La prima parte dell'indagine si focalizza sui campioni di imprese familiari (FAMILY) e non familiari (NON FAMILY). Scopo dell'analisi è rilevare se ed in cosa le imprese familiari differiscono dalle non family firm. I risultati sono riportati in Tabella 4.5.

Tab. 4.5 – Analisi univariata: family firm vs non family firm

La tabella riporta le statistiche descrittive e l'analisi univariata relativa alle principali variabili utilizzate nel presente studio per i sottogruppi di imprese non familiari (NON FAMILY, costituito da 1206 osservazioni impresa-anno) e familiari (FAMILY, composto da 1.520 osservazioni impresa-anno). T-stat è la statistica test riferita al test di differenza effettuato sulle medie, mentre chi-stat è la statistica test riferita al test di differenza effettuato sulle mediane.

\*, \*\*, \*\*\* implicano significatività statistica rispettivamente al 10, 5 e 1%.

	NON FAMILY			FAMILY			ALL			t-stat	chi-stat
	#	Media	Mediana	#	Media	Mediana	#	Media	Mediana		
Market-to-Book	1.168	2,18	1,63	1.504	2,28	1,56	2.672	2,24	1,60	-0,54	2,41
ROE	1.158	0,05	0,07	1.479	0,10	0,07	2.637	0,08	0,07	-0,20	4,00 **
ROA	908	0,03	0,01	1.075	0,05	0,03	1.983	0,04	0,03	-5,19 ***	154,87 ***
Equity Book Value	1.148	5,10	2,38	1.490	3,74	1,99	2.638	4,33	2,15	3,29 ***	23,02 ***
Own	1.206	0,37	0,37	1.520	0,47	0,51	2.726	0,42	0,48	-10,43 ***	107,05 ***
Fatturato (mila euro)	1.154	3.377	433	1.496	1.444	206	2.650	2.286	272	5,84 ***	101,16 ***
Asset (mila euro)	1.151	21.927	1.712	1.492	2.676	324	2.643	11.100	473	8,62 ***	289,20 ***
R&D-to-Sales	1.206	0,00	0,00	1.520	0,00	0,00	2.726	0,00	0,00	-0,72	0,10
Sole 24 Ore	1.206	44,64	17,00	1.520	22,63	12,00	2.726	32,37	13,00	7,69 ***	94,43 ***
Dipendenti	1.174	7.854	1.474	1.504	4.961	931	2.678	6.229	1.117	3,95 ***	57,62 ***
FTSE MIB	1.206	0,20	0,00	1.520	0,06	0,00	2.726	0,12	0,00	10,61 ***	38,86 ***
Dev. St. Rendimenti	1.201	0,05	0,04	1.508	0,05	0,05	2.709	0,05	0,04	-2,60 ***	28,70 ***
Età (Fondazione)	1.205	59,57	42,00	1.519	38,20	25,00	2.724	47,65	28,00	11,26 ***	51,65 ***
Età (IPO)	1.190	18,26	8,00	1.515	15,74	7,00	2.705	16,85	7,00	2,60 ***	3,54 *

Come mostra la tabella, nonostante le imprese non familiari e le family firm siano statisticamente diverse tra loro sotto molteplici punti di vista, non è possibile apprezzare alcuna differenza statisticamente significativa a livello di Market-to-Book. Tuttavia, il ROE è significativamente diverso in mediana (chi-stat=4,00, p-value<0,05), mentre il ROA è diverso sia in media che in mediana (t-stat=-5.19, p-value<0,01; chi-stat=154.87, p-value<0,01) tra i due gruppi. Entrambe le misure di performance risultano più elevate per il sottocampione di imprese familiari, supportando – seppur a livello preliminare – l'ipotesi che le family firm possano avere (e sfruttare profittevolmente) vantaggi competitivi che si traducono in una migliore redditività. Il valore contabile del patrimonio netto è diverso (con significatività statistica pari all'1%) ed inferiore sia in media che in mediana per le family firm, così come il fattu-

rato. Quest'ultima evidenza è apparentemente in contraddizione con i risultati precedenti, secondo i quali le imprese familiari sono caratterizzate da una performance contabile superiore rispetto alle non family firm. Una possibile spiegazione è – dato il minor livello di ricavi – che queste società riescano ad implementare una gestione dei costi più efficiente.

Come da attese, la partecipazione azionaria detenuta dall'azionista di maggioranza (i.e. Own) è statisticamente diversa tra family e non family firm e superiore per le prime (t-stat=-10,43, p-value<0,01; chi-stat=107,05, p-value<0,01). Tuttavia, la percentuale di capitale sociale detenuta dall'azionista di controllo nelle imprese non familiari è in media inaspettatamente elevata e pari a ben il 37%. La dimensione (Asset), la copertura mediatica (Sole 24 Ore) e il numero dei dipendenti sono significativamente differenti tra i due gruppi di imprese e sempre superiori in media ed in mediana per le imprese non familiari. Le family firm hanno in media una deviazione standard dei rendimenti superiore ed un'età (sia essa misurata dall'anno della fondazione ovvero dall'anno della quotazione) significativamente differente ed inferiore rispetto ad imprese non familiari. Comparando l'età dalla fondazione con l'età dalla quotazione (i.e. considerando la differenza tra l'età dalla fondazione e l'età dalla quotazione), è altresì possibile affermare che le family firm tendono a quotarsi prima, in media dopo 23 anni dalla loro costituzione, contro i 41 anni delle società non familiari. La variabile FTSE MIB (dummy che assume valore pari ad 1 se l'impresa è inclusa nell'indice FTSE MIB<sup>7</sup> e zero altrimenti) è differente tra i due gruppi di imprese e superiore per le imprese non familiari: queste ultime più frequentemente sono incluse nel principale indice di mercato e quindi ritenute liquide e ad elevata capitalizzazione. Per quel che concerne gli investimenti in ricerca e sviluppo (R&D-to-Sales) ossia le opportunità di crescita non è possibile apprezzare alcuna differenza a livello univariato tra imprese familiari e non.

In definitiva, in seguito all'analisi univariata è possibile affermare che – rispetto alle non family firm – le imprese familiari in media sono più piccole per valore delle attività, fatturato e numero di dipendenti, sono più giovani e rappresentano l'oggetto di minore attenzione da parte della stampa

<sup>7</sup> L'indice FTSE MIB è composto dai 40 titoli più liquidi e capitalizzati quotati presso la borsa valori di Milano. L'indice FTSE MIB è attualmente l'indice principale del mercato italiano ed ha sostituito il 1° giugno 2009 l'indice S&P MIB che a sua volta è subentrato al posto dell'indice MIB 30 in data 2 giugno 2003. Nonostante nel periodo di indagine del presente studio le imprese potessero essere incluse solo negli indici S&P MIB o MIB 30, per semplicità si è scelto di utilizzare la denominazione corrente dell'indice.



economico-finanziaria. La loro struttura proprietaria è ovviamente più concentrata e la loro performance contabile è superiore.

#### *Founding family firm vs non founding family firm*

La seconda parte dell'analisi univariata va oltre la distinzione tra imprese familiari e non e – focalizzandosi sulle sole family firm – considera i sottogruppi di società fondate (FOUNDING) o meno (NON FOUNDING) dall'attuale famiglia proprietaria. Scopo dell'indagine è verificare se ed in cosa le *founding family firm* differiscono dalle *non founding family firm*. Le eventuali differenze sono da attribuire alla presenza nell'attività della famiglia che ha fondato il business e permesso allo stesso di evolversi nel tempo. I risultati sono riportati in Tabella 4.6.

Tab. 4.6 – Analisi univariata: *founding family firm vs non founding family firm*

La tabella riporta le statistiche descrittive e l'analisi univariata relativa alle principali variabili utilizzate nel presente studio per i sottogruppi di imprese familiari fondate (FOUNDING, costituito da 1.082 osservazioni impresa-anno) e non (NON FOUNDING, composto da 438 osservazioni impresa-anno) dall'attuale famiglia proprietaria. T-stat è la statistica test riferita al test di differenza effettuato sulle medie, mentre chi-stat è la statistica test riferita al test di differenza effettuato sulle mediane.

\*, \*\*, \*\*\* implicano significatività statistica rispettivamente al 10, 5 e 1%.

	NON FOUNDING			FOUNDING			FAMILY			t-stat	chi-stat	
	#	Media	Mediana	#	Media	Mediana	#	Media	Mediana			
Market-to-Book	429	2,23	1,47	1.075	2,30	1,62	1.504	2,28	1,56	-0,14	5,44	**
ROE	417	0,57	0,06	1.062	-0,09	0,07	1.479	0,10	0,07	0,95	0,36	
ROA	303	0,05	0,03	772	0,05	0,04	1.075	0,05	0,03	0,04	17,75	***
Equity Book Value	419	2,48	1,54	1.071	4,24	2,21	1.490	3,74	1,99	-6,68	41,90	***
Own	438	0,40	0,47	1.082	0,49	0,53	1.520	0,47	0,51	-7,29	54,03	***
Fatturato (mila euro)	422	1.416	133	1.074	1.455	226	1.496	1.444	206	-0,14	9,67	***
Asset (mila euro)	418	3.898	362	1.074	2.200	312	1.492	2.676	324	2,19	0,57	**
R&D-to-Sales	438	0,00	0,00	1.082	0,00	0,00	1.520	0,00	0,00	-0,75	0,45	
Sole 24 Ore	438	25,34	11,00	1.082	21,53	12,00	1.520	22,63	12,00	1,05	6,08	**
Dipendenti	429	4.033	505	1.075	5.331	1081	1.504	4.961	931	-1,42	23,47	***
FTSE MIB	438	0,08	0,00	1.082	0,05	0,00	1.520	0,06	0,00	1,73	0,60	*
Dev. St. Rendimenti	437	0,05	0,05	1.071	0,05	0,04	1.508	0,05	0,05	2,16	3,46	*
Età (Fondazione)	438	47,28	26,00	1.081	34,52	25,00	1.519	38,20	25,00	5,65	8,88	***
Età (IPO)	433	20,44	8,00	1.082	13,86	7,00	1.515	15,74	7,00	4,29	22,93	***

Come si evince osservando la numerosità dei campioni indagati, all'interno dell'insieme di imprese familiari, quelle fondate dalla famiglia proprietaria sono circa 2,5 volte quelle possedute da famiglie che hanno acquistato la società attraverso una transazione di mercato. Questo dato evidenzia la tendenza delle famiglie fondatrici a considerare l'impresa non solo come una fonte di reddito ma anche come una ricchezza da tramandare alle generazioni future: probabilmente per questa ragione solo una piccola parte delle family firm è ceduta dai fondatori ad altre famiglie (o, in generale, ad altri acquirenti). Come mostrano i risultati dell'analisi univariata, nonostante le *founding* e le *non founding family firm* siano statisticamente diverse tra loro sotto molteplici punti di vista, il t-test non permette di apprezzare alcuna differenza significativa per quel che concerne le misure di performance. Tuttavia, il Market-to-Book ed il ROA sono statisticamente diversi almeno in mediana (chi-stat=5,44, p-value<0,05; chi-stat=17,75, p-value<0,01), con valori superiori per le *founding family firm*. Il valore contabile del patrimonio netto è diverso (con significatività statistica pari all'1%) e superiore sia in media che in mediana per le *founding family firm*. Lo stesso vale a livello di mediane per il fatturato e per il numero di dipendenti. Tuttavia, le *non founding family firm* sono caratterizzate in media da una dimensione dell'attivo (Asset) più elevata (t-test=2,19, p-value=0,05) e in mediana da una copertura mediatica (Sole 24 Ore) maggiore (chi-test=6,08, p-value=0,05).

La partecipazione azionaria detenuta dall'azionista di maggioranza (i.e. Own) è statisticamente diversa tra *founding* e *non founding family firm* e superiore per le prime (t-stat=-7,29, p-value<0,01; chi-stat=54,03, p-value<0,01). Questa evidenza è coerente con l'argomentazione per cui le famiglie fondatrici sono chiuse all'entrata di nuovi soci, ragione per la quale tendono a detenere una partecipazione che consente loro di avere il controllo assoluto del business (la quota è in media pari al 49% e in mediana è pari al 53%). Le famiglie che acquisiscono l'impresa tramite una transazione di mercato sembrano invece acquistare un pacchetto azionario che consente loro di avere comunque il controllo (la quota in media è pari al 40% ed in mediana è pari al 47%), pur con una maggiore diversificazione della compagine sociale. La deviazione standard dei rendimenti è diversa in media e mediana tra i due gruppi di società e superiore per le *non founding family firm*, che sono più frequentemente incluse nell'indice FTSE MIB e quindi ritenute liquide e ad elevata capitalizzazione. Le statistiche relative all'età delle imprese analizzate evidenziano differenze in media ed in mediana tra i due campioni (con una significatività statistica sempre pari almeno all'1%) e mostrano – come da attese – che le società successivamente

acquisite da una famiglia sono più vecchie (con un'età dalla fondazione in media pari a 47 anni contro i 34 delle *founding family firm* ed un numero di anni trascorsi dalla quotazione in media pari a 20 contro i 13 anni dell'altro campione). Tuttavia, comparando l'età dalla fondazione con l'età dalla quotazione, è possibile affermare che entrambi i campioni tendono a quotarsi dopo circa 20-25 anni dalla costituzione dell'impresa. Quest'ultima evidenza permette di ipotizzare che le differenze rilevate tra i due gruppi di società siano attribuibili non tanto (o, almeno, non solo) alla presenza nel business della famiglia fondatrice quanto al fatto che i due gruppi di imprese sono in fasi differenti del loro ciclo di vita.

In definitiva, in seguito all'analisi univariata è possibile affermare che – rispetto alle *non founding family firm* – le imprese fondate dall'attuale famiglia proprietaria hanno una struttura proprietaria più concentrata, in media sono più giovani, più piccole per valore delle attività ma con un maggiore fatturato e numero di dipendenti.

#### *Fondatore, discendente e manager esterno*

La terza parte dell'analisi univariata considera un ulteriore livello di imprese familiari e – focalizzandosi sulle sole *founding family firm* – analizza i sottogruppi di società gestite dal fondatore (FONDATORE), da un suo discendente (DISCENDENTE) o da un manager esterno (MANAGER ESTERNO). Scopo dell'indagine è verificare se e in cosa le *founding family firm* differiscono tra loro a seconda del tipo del management (familiare o professionale) cui sono sottoposte. I risultati sono riportati in Tabella 4.7 (statistiche descrittive) e 4.8 (analisi univariata).

*Tab. 4.7 – Statistiche descrittive: fondatore, discendente e manager esterno*

La tabella riporta le statistiche descrittive relative alle principali variabili utilizzate nel presente studio per i sottogruppi di *founding family firm* gestite dal fondatore (FONDATORE, composto da 382 osservazioni impresa-anno), da un suo discendente (DISCENDENTE, costituito da 281 osservazioni impresa-anno) o da un manager esterno (MANAGER ESTERNO, composto da 419 osservazioni).

	FONDATORE			DISCENDENTE			MANAGER ESTERNO		
	#	Media	Mediana	#	Media	Mediana	#	Media	Mediana
Market-to-Book	378	2,56	1,74	281	1,70	1,39	416	2,46	1,69
ROE	370	-0,16	0,05	276	-0,07	0,06	416	-0,03	0,08
ROA	253	0,05	0,04	205	0,04	0,03	314	0,05	0,04
Equity Book Value	378	4,52	2,42	279	5,17	1,84	414	3,35	2,25
Own	382	0,52	0,56	281	0,50	0,53	419	0,46	0,51

(continua)

(segue)

Fatturato (mila euro)	378	303	134	280	1.396	324	416	2.542	288
Asset (mila euro)	378	460	191	280	2.242	386	416	3.752	417
R&D-to-Sales	382	0,00	0,00	281	0,01	0,00	419	0,00	0,00
Sole 24 Ore	382	13,81	11,00	281	13,94	12,00	419	33,67	16,00
Dipendenti	376	1.523	681	281	4.141	1.605	418	9.554	1.257
FTSE MIB	382	0,00	0,00	281	0,02	0,00	419	0,13	0,00
Dev. St. Rendimenti	376	0,05	0,04	279	0,05	0,04	416	0,05	0,04
Età (Fondazione)	382	22,57	18,50	280	45,56	35,00	419	38,04	25,00
Età (IPO)	382	5,66	4,50	281	19,27	14,00	419	17,71	7,00

Tab. 4.8 – Analisi univariata: fondatore, discendente e manager esterno

La tabella riporta i risultati dell'analisi univariata relativa alle principali variabili utilizzate nel presente studio per i campioni di *founding family firm* FONDATORE, DISCENDENTE e MANAGER ESTERNO. T-stat è la statistica test riferita al test di differenza effettuato sulle medie, mentre chi-stat è la statistica test riferita al test di differenza effettuato sulle mediane.

\*, \*\*, \*\*\* implicano significatività statistica rispettivamente al 10, 5 e 1%.

	FONDATORE vs DISCENDENTE		DISCENDENTE vs MANAGER ESTERNO		FONDATORE vs MANAGER ESTERNO	
	t-stat	chi-stat	t-stat	chi-stat	t-stat	chi-stat
Market-to-Book	-4,03 ***	21,59 ***	2,94 ***	13,64 ***	-0,34	0,68
ROE	0,78	1,34	0,31	7,00 ***	0,93	14,59 ***
ROA	-2,72 ***	11,83 ***	3,80 ***	18,14 ***	0,39	1,31
Equity Book Value	0,96	6,89 ***	-2,79 ***	0,72	-3,70 ***	5,29 **
Own	-1,78 *	4,52 **	-2,66 ***	4,08 **	4,56 ***	18,02 ***
Fatturato	7,21 ***	71,23 ***	2,50 **	0,80	5,13 ***	60,63 ***
Asset	5,19 ***	63,07 ***	2,18 **	0,00	5,42 ***	66,18 ***
R&D-to-Sales	2,47 **	0,02	-2,52 **	0,13	-0,03	0,06
Sole 24 Ore	0,13	1,49	5,24 ***	27,36 ***	5,24 ***	43,91 ***
Dipendenti	5,75 ***	59,65 ***	3,27 ***	4,96 **	4,97 ***	28,89 ***
FTSE MIB	2,25 **	0,15	6,11 ***	6,22 **	7,86 ***	9,94 ***
Dev. St. Rendimenti	-1,56	0,84	-0,11	0,00	-1,80 *	0,96
Età (Fondazione)	11,97 ***	177,37 ***	-3,26 ***	31,19 ***	8,05 ***	39,44 ***
Età (IPO)	9,68 ***	115,30 ***	-0,83	16,91 ***	9,30 ***	41,70 ***

Come mostrano i risultati dell'analisi univariata, considerando la figura che ricopre la carica di amministratore delegato, il campione delle *founding family firm* è non omogeneo e presenta al suo interno differenze sotto molteplici punti di vista. Analizzando in primis la performance di mercato

(Market-to-Book), è possibile affermare che le società gestite da un discendente sono significativamente differenti (in media ed in mediana, con un p-value sempre inferiore a 0,01) da quelle in cui il CEO è il fondatore o un manager esterno. In ogni caso, infatti, il rapporto tra valore di mercato e valore di libro è sempre inferiore quando l'amministratore è un erede del fondatore. Non è possibile invece apprezzare alcuna differenza tra il Market-to-Book dei gruppi FONDATORE e MANAGER ESTERNO. Quando si considera come misura di performance il ROA, i risultati sono sovrapponibili. Questa prima evidenza supporta quella parte della letteratura che sostiene che società gestite da eredi del fondatore presentano performance inferiori (tra gli altri Morck, Shleifer e Vishny, 1988; Bertrand e Schoar 2006; Villalonga e Amit, 2006; Bennedsen *et al.*, 2007; Miller *et al.*, 2007; Cucculelli e Micucci, 2008; Smith e Amoako-Adu, 2005; Perez-Gonzalez, 2006). Quando la misura di redditività considerata è il ROE, l'unica differenza significativa si rileva sulle imprese gestite da un manager esterno, che presentano valori della variabile in mediana più elevati (p-value sempre inferiore a 0,01) rispetto ai campioni FONDATORE e DISCENDENTE. Il risultato è in linea con le evidenze presentate da Barth, Gulbrandsen e Shone (2005) per cui le family firm amministrate da outsider professionisti presentano una elevata performance.

Il valore contabile del patrimonio netto è diverso (in media, in mediana o per entrambe le statistiche) a due a due tra i tre gruppi di imprese. Il valore più elevato si rileva per il gruppo DISCENDENTE, segue FONDATORE mentre MANAGER ESTERNO è caratterizzato dal valore più basso. Anche il fatturato, la dimensione (Asset), il numero di dipendenti e l'inclusione nell'indice FTSE MIB sono (in media, in mediana o per entrambe le statistiche) diversi per i tre insiemi. Per tutte le variabili il valore maggiore è in media assunto dalle società gestite da un manager esterno alla famiglia, mentre il valore minore è associato alla guida del fondatore. Per quel che concerne la copertura mediatica (*Sole 24 Ore*), le società appartenenti al gruppo MANAGER ESTERNO sono significativamente differenti (in media ed in mediana, con un p-value sempre inferiore a 0,01) da quelle in cui il CEO è il fondatore o un suo erede. In ogni caso infatti il numero di citazioni annue su *Il Sole 24 Ore* è sempre superiore quando l'amministratore è un manager professionale. Non è possibile invece apprezzare alcuna differenza significativa nei valori della variabile tra i gruppi FONDATORE e DISCENDENTE. Le family firm gestite da un erede del fondatore sono statisticamente differenti (solo in media e con un p-value inferiore a 0,05) da quelle professionalizzate o amministrate dal fondatore stesso per

quel che riguarda le spese in ricerca e sviluppo (R&D-to-Sales). Queste sono infatti superiori rispetto a quelle relative agli altri due campioni indagati.

In merito alla partecipazione azionaria detenuta dall'azionista di maggioranza (Own) le *founding family firm* appaiono statisticamente diverse tra loro (sia in media che in mediana) a seconda di chi le gestisce. Infatti, quando il manager è il fondatore la quota di partecipazione media (mediana) è pari al 52 (56)%. Questa si riduce progressivamente con la gestione da parte di un discendente (in media pari al 50, in mediana pari al 53%) e di un manager professionale (in media pari al 46, in mediana pari a 51%) suggerendo che, quando la società si allontana dalla gestione familiare (e, in primis, del fondatore), aumenta la probabilità di assistere all'entrata di nuovi azionisti nella compagine sociale. Un punto fermo rimane in ogni caso il controllo (assoluto) dell'attività da parte della famiglia proprietaria. La deviazione standard dei rendimenti non è in generale diversa né in media né in mediana tra i gruppi di società. Interessanti sono invece le statistiche riguardo all'età (dall'anno della costituzione del business o da quello di quotazione), differenti in media ed in mediana (con una significatività statistica sempre pari almeno all'1%) per i campioni indagati. Le imprese più vecchie sono quelle gestite da un erede del fondatore, seguono quelle amministrare da un manager professionale mentre le più giovani sono – ovviamente – quelle gestite dal fondatore stesso. Se quest'ultima evidenza non è di per sé sorprendente, degno di nota è il fatto che le imprese appartenenti al gruppo DISCENDENTE siano anche le più vecchie. Ciò fa supporre da un lato che alcune delle attività incluse in questo gruppo siano gestite da generazioni successive a quella del fondatore o dei suoi figli (e.g. dalla terza o quarta generazione della famiglia), dall'altro che quando la guida di un'impresa è affidata ad un manager esterno sia lo stesso fondatore – a seguito del suo ritiro dall'attività – a decidere in tal senso. Lo stesso ragionamento è replicabile considerando il numero di anni trascorsi dall'offerta pubblica iniziale: le imprese più vecchie sono – in media e mediana – quelle quotate da più tempo.

Per concludere, rispetto a società gestite da membri della famiglia (siano essi i fondatori o loro eredi) le attività professionalizzate sembrano essere più grandi, più liquide e capitalizzate (in quanto più frequentemente incluse nel FTSE MIB), con maggiore copertura mediatica e dipendenti e vendite più elevate.

### 4.3.2. Analisi multivariata

L'analisi univariata da informazioni riguardo le caratteristiche dei gruppi di imprese di volta in volta analizzati. Tuttavia, questo tipo di indagine considera una variabile alla volta e non riesce a controllare per variabili addizionali in grado di influenzare, ad esempio, la redditività di impresa. Al fine di considerare l'effetto di molteplici variabili sulla performance è necessario sviluppare un'analisi multivariata. Come già evidenziato, il presente studio empirico utilizza diversi modelli di regressione – coerenti con la struttura panel dei dati. In particolare sono presenti tre gruppi di regressioni, distinti in base alla variabile dipendente: il Market-to-Book, il ROE ed infine il ROA. Per ogni variabile dipendente, al modello base (che per definizione include solamente i controlli che la letteratura finanziaria ha dimostrato influenzare la variabile dipendente – si veda a tal fine la sezione metodologica, paragrafo 4.2) sono aggiunte di volta in volta variabili dummy. Il fine è quello di stimare l'effetto incrementale sulla performance dovuto alle imprese per cui la dummy assume valore pari ad 1.

#### *Market-to-Book*

La Tabella 4.9 riporta i risultati dell'analisi multivariata quando il Market-to-Book è considerato come variabile dipendente.

Tab. 4.9 – *Analisi multivariata: Market-to-Book*

La tabella riporta i risultati dell'analisi multivariata sulla relazione tra il Ln(Market-to-Book) e la tipologia di impresa: familiare (mod. FAMILY), *founding family firm* (mod. FOUNDING), gestita dal fondatore, da un suo erede o da un manager esterno (mod. CEO). Il campione iniziale è costituito da 2.726 osservazioni di imprese quotate presso la borsa valori di Milano nel periodo 1999-2008. 1.206 sono le osservazioni riferite ad imprese non familiari mentre 1.520 sono relative a family firm. In totale, 2.020 osservazioni sono relative a società non finanziarie e costituiscono il campione finale analizzato. Tra parentesi sono riportate le statistiche t.

\*, \*\*, \*\*\* implicano significatività statistica rispettivamente al 10, 5 e 1%.

Dip: Ln(Market-to-Book)	BASE	FAMILY	FOUNDING	CEO
	(1)	(2)	(3)	(4)
Family_D		0,103***	0,155***	0,157***
		(2,94)	(3,38)	(3,40)
Founding Family_D			-0,071*	
			(-1,75)	

(continua)

(segue)

Fondatore_D				-0,112**
				(-2,25)
Discendente_D				-0,082
				(-1,56)
Manager Esterno_D				-0,027
				(-0,57)
Own	0,056	0,043	0,068	0,077
	(0,83)	(0,63)	(0,99)	(1,11)
R&D-to-Sales	1,152	1,168	1,157	1,052
	(1,36)	(1,38)	(1,37)	(1,24)
ROE	0,370***	0,357***	0,355***	0,352***
	(5,41)	(5,22)	(5,20)	(5,14)
LN(1+Età)	-0,126***	-0,125***	-0,123***	-0,124***
	(-8,02)	(-7,98)	(-7,80)	(-7,79)
Ln(Sole24Ore)	0,220***	0,220***	0,223***	0,219***
	(11,54)	(11,55)	(11,67)	(11,41)
Ln(Asset)	-0,056***	-0,056***	-0,056***	-0,057***
	(-4,15)	(-4,12)	(-4,16)	(-4,18)
Costante	0,758	0,714	0,656	0,67
	(1,29)	(1,22)	(1,12)	(1,14)
Dummy Settore	Si	Si	Si	Si
Dummy Mercato	Si	Si	Si	Si
Dummy Anno	Si	Si	Si	Si
Obs.	1836	1836	1836	1836
R <sup>2</sup> aggiustato	0,442	0,444	0,445	0,445

Come mostra il modello FAMILY, che evidenzia l'effetto incrementale delle family firm sulla performance di mercato, l'influenza delle imprese familiari (Family\_D) sul Market-to-Book è positiva e statisticamente significativa ( $\beta=0,103$ ,  $p\text{-value}<0,01$ ). In aggiunta, le relazioni tra la variabile dipendente e le variabili di controllo hanno il segno previsto e sono altamente significative (con eccezione di Own e R&D-to-Sales): le imprese più vecchie e più grandi sono penalizzate in termini di performance, mentre le società con una copertura mediatica ed una redditività del capitale proprio più elevate sono caratterizzate da un maggiore valore di mercato.

Quando la dummy interattiva Founding Family\_D è aggiunta a FAMILY (cfr. modello 3), la relazione tra la dummy Family\_D e la variabile dipenden-



te rimane positiva e significativa ( $\beta=0,155$ ,  $p\text{-value}<0,01$ ) aumentando addirittura la magnitudine di oltre il 50% rispetto al modello precedente. Inoltre, l'effetto incrementale legato alle *founding family firm* registrato dalla dummy Founding Family\_D è negativo e significativo al 10% ( $\beta=-0,071$ ,  $p\text{-value}<0,10$ ). Questo risultato sottolinea che l'effetto positivo delle imprese familiari sulla performance (Family\_D) sembra attribuibile solo alle family firm acquisite da una famiglia attraverso una transazione di mercato e non a quelle fondate dalla famiglia proprietaria. Di contro, la proprietà della famiglia fondatrice sembra essere un elemento penalizzato dal mercato, che ceteris paribus quota a sconto le *founding family firm*. Anche in questo modello le relazioni tra dipendente e variabili di controllo hanno il segno previsto e sono altamente significative (con eccezione di Own e R&D-to-Sales), con una magnitudine pressoché invariata rispetto a FAMILY e al modello BASE.

Nell'ultima regressione, i.e. nel modello 4, la variabile Founding Family\_D è sostituita dalle dummy Fondatore\_D, Discendente\_D e Manager Esterno\_D. In questo caso, le dummy mostrano per le *founding family firm* l'effetto incrementale sulla performance legato rispettivamente alla gestione del fondatore, di un suo erede o di un manager esterno, mentre Family\_D evidenzia l'effetto sulla performance legato ad imprese non fondate dall'attuale famiglia proprietaria. Ancora una volta la relazione tra il Market-to-Book e Family\_D è positiva, significativa e di magnitudine sostanzialmente invariata rispetto al modello FOUNDING ( $\beta=0,157$ ,  $p\text{-value}<0,01$ ). Inoltre, l'effetto di Fondatore\_D è negativo e significativo al 5% ( $\beta=-0,112$ ,  $p\text{-value}<0,05$ ) supportando l'idea che l'effetto negativo sulla performance di mercato rilevato precedentemente per le *founding family firm* sia da attribuire alla gestione del fondatore. In aggiunta, le relazioni tra il Market-to-Book e le variabili di controllo rimangono significative (sempre ad eccezione di Own e R&D-to-Sales) e stabili per segno e magnitudine.

In conclusione, a differenza dell'analisi univariata che non ha evidenziato differenze significative tra imprese familiari e non in termini di Market-to-Book, l'analisi multivariata mostra che le family firm tendono ad essere maggiormente valorizzate sul mercato rispetto ad analoghe non family firm. Inoltre, l'incremento di valore sembra essere attribuito in particolare a quel sottoinsieme di family firm non fondate dall'attuale famiglia proprietaria. Infatti, le *founding family firm* registrano con il Market-to-Book una relazione negativa, che sembra in particolare causata dalla gestione del business da parte del fondatore.

### ROE

La Tabella 4.10 riporta i risultati dell'analisi multivariata quando il ROE è considerato come variabile dipendente.

Tab. 4.10 – Analisi multivariata: ROE

La tabella riporta i risultati dell'analisi multivariata sulla relazione tra il ROE e la tipologia di impresa: familiare (mod. FAMILY), *founding family firm* (mod. FOUNDING), gestita dal fondatore, da un suo erede o da un manager esterno (mod. CEO). Il campione iniziale è costituito da 2.726 osservazioni di imprese quotate presso la borsa valori di Milano nel periodo 1999-2008. 1.206 sono le osservazioni riferite ad imprese non familiari mentre 1.520 sono relative a family firm. In totale, 2.020 osservazioni sono relative a società non finanziarie e costituiscono il campione finale analizzato. Tra parentesi sono riportate le statistiche t.

\*, \*\*, \*\*\* implicano significatività statistica rispettivamente al 10, 5 e 1%.

Dip: ROE	BASE	FAMILY	FOUNDING	CEO
	(1)	(2)	(3)	(4)
Family_D		0,033***	0,039**	0,040**
		(2,70)	(2,45)	(2,46)
Founding Family_D			-0,009	
			(-0,60)	
Fondatore_D				-0,017
				(-0,97)
Discendente_D				-0,012
				(-0,63)
Manager Esterno_D				0,001
				(0,07)
Own	0,091***	0,086***	0,089***	0,091***
	(3,85)	(3,65)	(3,70)	(3,77)
R&D-to-Sales	0,333	0,337	0,335	0,315
	(1,13)	(1,14)	(1,14)	(1,06)
LN(1+Età)	-0,004	-0,003	-0,003	-0,003
	(-0,65)	(-0,59)	(-0,54)	(-0,58)
Ln(Sole24Ore)	0,016**	0,016**	0,017**	0,016**
	(2,46)	(2,45)	(2,49)	(2,35)
Ln(Asset)	-0,018***	-0,018***	-0,018***	-0,018***
	(-3,78)	(-3,81)	(-3,80)	(-3,78)
Costante	-0,132	-0,146	-0,152	-0,15
	(-0,64)	(-0,71)	(-0,74)	(-0,73)
Dummy Settore	Si	Si	Si	Si
Dummy Mercato	Si	Si	Si	Si
Dummy Anno	Si	Si	Si	Si
Obs.	1.836	1.836	1.836	1.836
R <sup>2</sup> aggiustato	0,219	0,221	0,221	0,221

Come mostra il modello FAMILY, l'influenza delle imprese familiari (Family\_D) sul ROE è positiva e statisticamente altamente significativa ( $\beta=0,033$ ,  $p\text{-value}<0,01$ ). In aggiunta, le relazioni tra la variabile dipendente e le variabili di controllo hanno il segno previsto e sono altamente significative (con eccezione di R&D-to-Sales ed Età): le imprese più grandi hanno un minore ROE, mentre le società con un'alta copertura mediatica ed una maggiore concentrazione proprietaria sono caratterizzate da un rendimento del capitale proprio più elevato. Di contro, le spese in ricerca e sviluppo e l'Età sembrano non influenzare la variabile dipendente.

Quando la dummy interattiva Founding Family\_D è aggiunta a FAMILY (cfr. modello 3) la relazione tra la dummy Family\_D e la variabile dipendente rimane positiva e significativa ( $\beta=0,039$ ,  $p\text{-value}<0,05$ ) incrementando solo lievemente la magnitudine rispetto al modello precedente. Inoltre, l'effetto incrementale legato alle *founding family firm* registrato dalla dummy Founding Family\_D non è significativo ( $\beta=-0,009$ ,  $p\text{-value}>0,10$ ). Questo risultato sottolinea che l'effetto positivo delle imprese familiari sulla performance (Family\_D) non è attribuibile alle *founding family firm*. Anche per FOUNDING le relazioni tra dipendente e variabili di controllo hanno il segno previsto, rimanendo sostanzialmente invariate rispetto a quanto rilevato per i modelli FAMILY e BASE.

Nel modello 4, che distingue per tipologia le *founding family firm*, ancora una volta la relazione tra il ROE e Family\_D è positiva, significativa al 5% e di magnitudine invariata rispetto al modello FOUNDING ( $\beta=0,040$ ,  $p\text{-value}<0,05$ ). In linea con le evidenze precedenti, l'effetto incrementale sulla redditività del capitale proprio legato rispettivamente alla gestione del fondatore, di un suo discendente o di un manager esterno non è significativo per nessuna delle variabili dummy considerate (Fondatore\_D:  $\beta=-0,017$ ,  $p\text{-value}>0,10$ ; Discendente\_D:  $\beta=-0,012$ ,  $p\text{-value}>0,10$ ; Manager Esterno\_D:  $\beta=0,001$ ,  $p\text{-value}>0,10$ ). Ciò di fatto sottolinea ancora una volta l'assenza di una relazione tra il ROE e la presenza della famiglia fondatrice nella compagine sociale dell'impresa. Anche nel modello CEO le relazioni tra il ROE e le variabili di controllo rimangono significative (sempre ad eccezione di R&D-to-Sales ed Età) e – in linea con quanto già rilevato – stabili per segno e magnitudine.

In conclusione, i risultati dell'analisi multivariata ricalcano parzialmente quanto già evidenziato in sede di analisi univariata, in particolare per quel che concerne la presenza di un ROE più elevato per le family firm rispetto alle imprese non familiari e per l'assenza di differenze sostanziali nella redditività del capitale proprio tra *non founding* e *founding family firm*. A differenza dell'analisi univariata che rileva differenze significative (in me-

diana) nel ROE delle *founding family firm* gestite da un manager esterno, superiore a quello di società il cui manager è il fondatore o un suo erede, non è possibile apprezzare in sede di analisi multivariata una migliore performance per le società con Manager Esterno\_D pari ad 1. In definitiva, l'analisi mostra che – similmente a quanto rilevato per il Market-to-Book – le family firm tendono ad avere una performance (in questo caso una redditività del capitale proprio) superiore rispetto ad analoghe imprese non familiari. Inoltre, il maggiore rendimento dell'equity non sembra essere attribuibile a quel sottoinsieme di family firm fondate dall'attuale famiglia proprietaria.

### ROA

La Tabella 4.11 riporta i risultati dell'analisi multivariata quando il ROA è considerato come variabile dipendente.

Tab. 4.11 – Analisi multivariata: ROA

La tabella riporta i risultati dell'analisi multivariata sulla relazione tra il ROA e la tipologia di impresa: familiare (mod. FAMILY), *founding family firm* (mod. FOUNDING), gestita dal fondatore, da un suo erede o da un manager esterno (mod. CEO). Il campione iniziale è costituito da 2.726 osservazioni di imprese quotate presso la borsa valori di Milano nel periodo 1999-2008. 1.206 sono le osservazioni riferite ad imprese non familiari mentre 1.520 sono relative a family firm. In totale, 2.020 osservazioni sono relative a società non finanziarie e costituiscono il campione finale analizzato. Tra parentesi sono riportate le statistiche t.

\*, \*\*, \*\*\* implicano significatività statistica rispettivamente al 10, 5 e 1%.

Dip: ROA	BASE	FAMILY	FOUNDING	CEO
	(1)	(2)	(3)	(4)
Family_D		0,004	0,001	0,001
		(1,22)	(0,24)	(0,22)
Founding Family_D			0,004	
			(1,21)	
Fondatore_D				-0,002
				(-0,46)
Discendente_D				0,001
				(0,22)
Manager Esterno_D				0,013***
				(2,93)

(continua)

(segue)

Own	0,008	0,007	0,005	0,007
	(1,32)	(1,20)	(0,85)	(1,03)
R&D-to-Sales	0,03	0,026	0,027	0,009
	(0,32)	(0,28)	(0,29)	(0,10)
LN(1+Età)	-0,001	-0,001	-0,001	-0,002
	(-0,88)	(-0,87)	(-1,00)	(-1,05)
Ln(Sole24Ore)	0,010***	0,009***	0,009***	0,009***
	(5,43)	(5,40)	(5,25)	(4,86)
Ln(Asset)	-0,005***	-0,005***	-0,005***	-0,005***
	(-4,36)	(-4,31)	(-4,28)	(-4,31)
Dev. St. Rendimenti	-0,166***	-0,161***	-0,159***	-0,157***
	(-2,90)	(-2,80)	(-2,78)	(-2,75)
Costante	0,138***	0,144***	0,143***	0,154***
	(3,23)	(3,35)	(3,34)	(3,59)
Dummy Settore	Si	Si	Si	Si
Dummy Mercato	Si	Si	Si	Si
Dummy Anno	Si	Si	Si	Si
Obs.	1.367	1.367	1.367	1.367
R <sup>2</sup> aggiustato	0,201	0,202	0,202	0,21

Come mostra il modello FAMILY, l'influenza delle imprese familiari sul ROA non è statisticamente significativa ( $\beta=0,004$ ,  $p\text{-value}>0,10$ ). In altre parole, attraverso l'analisi multivariata non è possibile apprezzare alcuna differenza tra le family firm e le imprese non familiari per quel che concerne il rendimento delle attività. Questa prima evidenza è apparentemente in contrasto con quanto rilevato in sede di analisi univariata, per cui il ROA è significativamente diverso in media ed in mediana tra non family e family firm, e maggiore per le seconde. In aggiunta, le relazioni tra la variabile dipendente e le variabili di controllo hanno il segno previsto e sono altamente significative (con eccezione di Own, R&D-to-Sales ed Età): le imprese più grandi e con un maggior rischio finanziario hanno un ROA minore, mentre le società con una copertura mediatica più elevata sono caratterizzate da un rendimento dell'attivo più alto. Di contro, le spese in ricerca e sviluppo, l'Età e la partecipazione dell'azionista di maggioranza sembrano non influenzare la variabile dipendente.

In seguito all'introduzione della dummy *Founding Family\_D* (cfr. modello 3) la relazione tra la dummy *Family\_D* ed il ROA rimane non significativa ( $\beta=0,001$ ,  $p\text{-value}>0,10$ ). Inoltre, l'effetto incrementale legato alle *founding family firm* e registrato dalla dummy *Founding Family\_D* è anch'esso non significativo ( $\beta=0,004$ ,  $p\text{-value}>0,10$ ). Questo risultato è coerente con quanto evidenziato in sede di analisi univariata, per cui il ROA non è significativamente diverso (o, meglio, lo è solo in mediana) tra *founding* e *non founding family firm*. Anche per *FOUNDING* le relazioni tra dipendente e variabili di controllo rimangono significative (ad eccezione di *Own*, *R&D-to-Sales* ed *Età*) e – in linea con i risultati precedenti – stabili per segno e magnitudine.

Nell'ultimo modello (i.e. modello 4), coerentemente con quanto già evidenziato per *FAMILY* e *FOUNDING* la relazione del ROA con *Family\_D* è non significativa ( $\beta=0,001$ ,  $p\text{-value}>0,10$ ), così come quelle del ROA con *Fondatore\_D* ( $\beta=-0,002$ ,  $p\text{-value}>0,10$ ) e *Discendente\_D* ( $\beta=0,001$ ,  $p\text{-value}>0,10$ ). Tuttavia, in contrasto con i risultati ottenuti con il *Market-to-Book* e con il *ROE*, il coefficiente di *Manager Esterno\_D* è positivo ed altamente significativo ( $\beta=0,013$ ,  $p\text{-value}<0,01$ ). Ciò significa che le *founding family firm* gestite da un manager professionista sono in media caratterizzate da un più elevato rendimento delle attività. La stabilità del modello è sottolineata dalla significatività e dalla magnitudine dei coefficienti delle variabili di controllo, immutati rispetto quanto già osservato.

In conclusione, i risultati dell'analisi multivariata sul rendimento dell'attivo non evidenziano in generale una differenza nella redditività del totale attività per quel che riguarda le non family e le family firm, siano esse fondate o meno dalla famiglia proprietaria. L'unica nota degna di attenzione è la presenza di una relazione positiva tra la variabile dipendente e le *founding family firm* in cui il manager non appartiene alla famiglia. Ciò è parzialmente in sintonia con quanto rilevato in sede di analisi univariata, per cui le società amministrate da un discendente presentano un ROA inferiore rispetto a quelle gestite dal fondatore o da un manager esterno. Tuttavia, l'analisi univariata non rileva differenze tra il ROA di società che hanno seguito un percorso di professionalizzazione ed imprese il cui CEO è il fondatore.

#### 4.4. Discussione

Le family firm sono caratterizzate da benefici e costi potenziali che, a seconda di come si combinano, ne influenzano la performance. Da un lato, le

famiglie possono avere interessi di tipo egoistico, che inducono i componenti delle stesse ad estrarre benefici privati con un impatto negativo su redditività e valore aziendale. Dall'altro, il controllo familiare può mitigare l'espropriazione manageriale supportando allo stesso tempo relazioni di lungo periodo con gli stakeholder e contribuendo positivamente all'andamento della società. Lo scopo del presente capitolo è investigare nel contesto italiano se la proprietà familiare ha un effetto positivo o meno sulla performance di un'impresa. Gli elementi di innovazione dello studio sono molteplici. Da un lato, nonostante l'ampia letteratura sul tema con riferimento al mercato Inglese o Statunitense (dove le public company sono prevalenti), esistono sul contesto italiano poche evidenze, peraltro tra loro frequentemente in contraddizione. Alla luce delle peculiarità del sistema economico italiano, popolato da piccole e medie imprese per lo più di tipo familiare, caratterizzato da una maggiore probabilità rispetto ad altre economie che siano poste in essere strategie di business fraudolente volte all'estrazione di benefici privati e allo stesso tempo definito da una cultura fortemente orientata alla famiglia, appare quantomeno opportuno approfondire la tematica all'interno di un siffatto sistema industriale. D'altra parte, l'interesse scientifico del presente contributo nasce anche alla luce delle evidenze empiriche presentate dalla letteratura finanziaria, che si sono rivelate tra loro frequentemente conflittuali anche quando riferite ad uno stesso sistema industriale.

In virtù delle suddette considerazioni questa sezione ha cercato di fornire evidenza empirica in merito alla relazione tra performance e proprietà familiare attraverso diversi punti di vista. La performance è stata infatti investigata considerando molteplici livelli di impresa: in primis non familiare e familiare, poi scomponendo le family firm in società non fondate e fondate dall'attuale famiglia proprietaria, e infine suddividendo le *founding family firm* sulla base della figura che ricopre l'incarico di amministratore delegato, sia esso il fondatore, un suo erede o un manager esterno. Allo stesso tempo, per ogni livello di impresa familiare sono state analizzate diverse misure di performance, che considerano misure di mercato come il Market-to-Book e misure contabili, come il rendimento del capitale proprio (ROE) e dell'attivo (ROA). Lo scopo è armonizzare le evidenze tra loro contrastanti prodotte dalla letteratura, in particolare quando sono considerate differenti proxy della profittabilità. Il campione utilizzato per sviluppare l'analisi empirica è costituito da 2.726 osservazioni di imprese – familiari e non – quotate presso la borsa valori di Milano nel periodo 1999-2008. In totale, 2.020 osservazioni sono relative a società non finanziarie e costituiscono il campione finale analizzato.

Da un punto di vista empirico, considerando sia il rapporto tra valore di mercato e valore di libro dell'equity sia il rendimento del capitale proprio, i risultati evidenziano una performance più elevata per le family rispetto alle non family firm. L'effetto incrementale sulla performance è infatti sistematicamente superiore per le società familiari, a prescindere dal modello di indagine utilizzato. Questa prima evidenza è coerente con quella parte della letteratura che sostiene che le family firm hanno costi di agenzia inferiori (tra gli altri Khanna e Rivkin, 2001) e sono caratterizzate da un elevato capitale reputazionale (Khanna e Yafeh, 2007), da connessioni politiche (Morck, Wolfenzon e Yeung, 2005) e da connessioni familiari che sostituiscono ed integrano le disfunzionalità dei mercati. L'insieme di questi elementi permette alle stesse di essere più efficienti, di avere un maggior valore e di registrare performance migliori rispetto ad analoghe non family firm (Morck, Shleifer e Vishny, 1988; Anderson e Reeb, 2003; Villalonga e Amit, 2006; Kang, 1999; Leech e Leahy, 1991; McConaughy *et al.*, 1998).

La presenza della famiglia fondatrice nella compagine sociale non incide sulla redditività del capitale proprio, mentre influenza (negativamente) la performance di mercato. L'incremento di valore attribuito alle family firm dipende dunque da quel sottoinsieme di società familiari non fondate dall'attuale famiglia proprietaria. Di contro, le *founding family firm* registrano con il Market-to-Book una relazione negativa (i.e. quotano, ceteris paribus, a sconto), verificata in particolare per il campione di attività gestite direttamente dal fondatore. Questa seconda evidenza supporta gli argomenti che suggeriscono che le imprese gestite dai proprietari sono particolarmente vulnerabili nei confronti del radicamento manageriale, a discapito della redditività di impresa. I risultati sono coerenti anche con quella parte della letteratura per cui la frequente assenza di meccanismi formali di controllo e di governance – tipica delle imprese fondate dalla famiglia proprietaria – influenza negativamente il comportamento dei manager ed incentiva la presenza di comportamenti opportunistici, riducendo la performance (Gómez-Mejía, Nunez-Nickel e Gutierrez, 2001). In questo senso, il presente studio conferma le evidenze empiriche rilevate da Morck, Shleifer e Vishny (1988) e da Barth, Gulbrandsen e Shone (2005) per cui family firm gestite da componenti della famiglia presentano una redditività inferiore. Al contrario, la performance positiva delle *non founding family firm* può dipendere dal fatto che per le famiglie proprietarie la società – così come è stata acquistata – è un *asset* che può essere facilmente rivenduto sul mercato. Probabilmente per questa ragione il mercato premia questo tipo di impresa, che i proprietari hanno verosimilmente incentivo a valorizzare e successivamente cedere allo scopo di realizzare guadagni in conto capitale.



Parzialmente differenti sono i risultati per quel che riguarda la redditività del totale attivo. Infatti, le evidenze empiriche non mostrano alcuna differenza tra il rendimento delle attività di imprese familiari e non. L'unico risultato degno di nota è legato alla relazione positiva rilevabile tra il ROA e quel sottoinsieme di *founding family firm* in cui il manager non appartiene alla famiglia. In altri termini, imprese familiari professionalizzate sembrano gestire in maniera più efficiente le proprie attività, presentando di conseguenza un ROA superiore rispetto sia alle altre imprese familiari che alle non family firm.

L'insieme dei risultati ottenuti utilizzando le diverse misure di performance è apparentemente non omogeneo. Tuttavia, integrando le diverse evidenze empiriche è possibile affermare che nel contesto italiano è riscontrabile in generale la presenza di un significativo sfruttamento degli elementi di vantaggio tipici delle family firm. Queste, infatti, in media registrano performance migliori rispetto ad analoghe imprese non familiari, anche se il risultato non è assoluto. Le imprese familiari possono ottenere il massimo della performance quando riescono a trovare un equilibrio tra i vantaggi loro peculiari – quali l'elevata flessibilità operativa e decisionale – e i punti di forza delle non family firm. Questi implicano la presenza di una struttura gerarchica e gestionale più formalizzata e l'affidamento della gestione ad un manager professionale capace di massimizzare l'utilizzo delle risorse e di prendere decisioni razionali in quanto non influenzate dai sentimenti di affetto e identificazione tipici degli amministratori familiari.

## CONCLUSIONI

Uno degli argomenti attualmente più dibattuti e investigati dalla cronaca finanziaria è lo scandalo legato al caso Unipol-Fonsai. Il caso, che coinvolge l'intera famiglia Ligresti, presenta elementi di interesse sotto molteplici punti di vista: da un lato per le connessioni della famiglia con l'ambiente politico italiano, dall'altro per la cattiva gestione finanziaria di Fonsai, Milano Assicurazioni e Premafin, che ha scatenato lo scandalo vero e proprio. La mala amministrazione delle tre principali società della famiglia Ligresti, ha infatti portato le stesse ad essere profondamente indebitate, fino alla cessione del controllo al gruppo Unipol. L'operazione di salvataggio è stata avviata anche in seguito a pressioni di Mediobanca che dal fallimento avrebbe rischiato la perdita di oltre un miliardo di euro. In seguito a questi eventi le procure di Milano e Torino hanno aperto nel 2012 due inchieste riconducibili sempre alla famiglia Ligresti, per aggiotaggio, falso in bilancio e manipolazione di mercato.

Il caso, oltre ad essere fonte di preoccupazione per gli azionisti di minoranza delle società gestite dalla famiglia, assume rilievo alla luce della disamina dei punti di forza e di debolezza delle family firm che questo volume ha sviluppato. Infatti, in esso si concretizzano molti degli elementi negativi riconducibili ad una gestione familiare di impresa, legati in primis all'estrazione di benefici privati a danno delle minoranze e al complesso problema della successione al vertice. Analizzando i principali accadimenti sotto questa luce, assume particolare significato una lettera privata riferibile all'anno 2002, destinata a Salvatore Ligresti e attribuita all'allora amministratore delegato di Mediobanca Vincenzo Maranghi. Nella lettera, il manager dell'istituto bancario invita il patriarca a modificare il metodo di gestione del gruppo assicurativo, che non poteva più permettersi un sistema di governance destrutturato ed informale come quello tipico delle family firm. Dai frammenti della missiva – pubblicata in tutti i principali quotidiani, economi-

ci e non – si legge che «la gestione di questo patrimonio, ove non fosse allineata ai migliori standard della professione, finirebbe per innescare una crisi di fiducia nella clientela, con conseguenze gravissime per Fondiaria/Sai»<sup>1</sup>. I limiti connaturati alla gestione familiare del gruppo Premafin-Fonsai emergono anche in un secondo documento, un foglio di carta attribuibile a Jonella Ligresti, che elenca richieste per 45 milioni di euro oltre a svariati benefit per i componenti della famiglia come condizione per l'accettazione dell'offerta di Unipol<sup>2</sup>. Tra le richieste, l'utilizzo di case, uffici, autisti e vacanze gratuite negli hotel del gruppo. Dalla disamina del caso, è inoltre possibile affermare che uno dei fattori che ha portato il gruppo sull'orlo del fallimento sia stato l'affidamento della gestione della compagnia ad una serie di manager eccessivamente vicini (o interni) alla famiglia, alcuni dei quali sono accusati di avere dato sostegno ad operazioni finanziarie che si sono rivelate vantaggiose per la famiglia ma altamente dannose per il gruppo. A dispetto della sistematica presenza di manager interni, nel tempo qualche tentativo di imporre un amministratore delegato esterno sembra essere stato fatto. Ad esempio, nel 2002 anche se per soli pochi mesi Enrico Bondi assunse la guida di Premafin: a determinare l'immediato abbandono del ruolo sembra sia stata la sua imposizione di lasciare i figli del patriarca al di fuori del gruppo. Il risultato fu diverso dalle aspettative: Jonella pare avere avuto la meglio, ottenendo dal padre l'esclusione di Bondi dalla compagine amministrativa<sup>3</sup>. Paradossalmente, a porre l'accento sul problema legato alla definizione di un management adeguato e al difficile passaggio generazionale in seguito al parziale ritiro dell'attività da parte di Salvatore Ligresti è proprio la figlia Giulia in una recente intervista: «Mio padre era molto anziano e aveva perso la sua energia [e uno degli errori è stato quello di non essere riusciti] a traghettare la società in quel momento così difficile»<sup>4</sup>.

Al di là dei fatti di cronaca, non è oggi possibile immaginare come si concluderà questa vicenda, se i Ligresti saranno ritenuti colpevoli dei reati di cui sono accusati e se agli azionisti di minoranza saranno riconosciuti gli eventuali danni subiti. Ciò che tuttavia emerge in maniera allarmante è l'attualità e la complessità del tema delle family firm, di grande interesse

<sup>1</sup> Per ulteriori informazioni consultare l'articolo del quotidiano *Corriere della Sera* (datato 25 ottobre 2013) e disponibile via web all'url <http://www.corriere.it>.

<sup>2</sup> Per ulteriori informazioni consultare l'articolo del quotidiano *Corriere della Sera* (datato 25 ottobre 2013) e disponibile via web all'url <http://www.corriere.it>.

<sup>3</sup> Per ulteriori informazioni consultare l'articolo del quotidiano *Corriere della Sera* (datato 25 ottobre 2013) e disponibile via web all'url <http://www.corriere.it>.

<sup>4</sup> Per ulteriori informazioni consultare l'articolo del quotidiano *Corriere della Sera* (datato 15 novembre 2013) e disponibile via web all'url <http://www.corriere.it>.

non solo da un punto di vista pratico ma anche accademico. In particolare, la successione al vertice si conferma come uno dei momenti più delicati nella vita di una impresa familiare. Infatti, a volte il figlio del fondatore di una family firm è scelto per succedere e di conseguenza è educato per affrontare il ruolo di amministratore e gli incarichi gestionali che ne derivano. Altre volte invece, il “titolo” di erede naturale è considerato come una condizione sufficiente perché un discendente assuma il controllo dell’impresa. Come si evince dalla più recente cronaca finanziaria, la scelta di un successore inadeguato può avere conseguenze disastrose per la famiglia, per la sopravvivenza della società e per il vasto universo di piccoli risparmiatori che hanno creduto nella stessa. Tuttavia, dall’analisi della letteratura sul tema delle family firm, è possibile affermare che nel contesto Italiano l’elevata percentuale di imprese familiari che ne caratterizza il tessuto economico rappresenti una risposta “dal basso” al ridotto livello di protezione offerto dal sistema legale agli azionisti di minoranza. Le famiglie hanno infatti vantaggi competitivi che permettono loro di agire come un meccanismo in grado di ridurre i conflitti di agenzia e di compensare le carenze del sistema istituzionale, proteggendo (più o meno direttamente e consapevolmente) i diritti delle minoranze. In tal senso, studi confermano che la proprietà e la gestione familiare possono creare valore soprattutto quando i sistemi politici e legali di un paese non offrono una tutela sufficiente agli azionisti di minoranza (tra gli altri, Shleifer e Vishny, 1997). Rovesciando la prospettiva, la proprietà diffusa ed un management professionale (ossia esterno alla famiglia) sono più efficienti in economie con un sistema legale forte, in grado di impedire l’espropriazione (Burkart, Panunzi e Shleifer, 2003). Ogni qualvolta l’ordinamento giuridico non è in grado tutelare gli investitori, il mantenimento del controllo e della gestione all’interno della famiglia sembra dunque essere una strategia ottimale. Empiricamente, lo sfruttamento dei vantaggi propri delle family firm sembra essere verificato fino al momento del passaggio del testimone, quando l’entrata nella compagine gestionale di discendenti inadeguati fa emergere – spesso in maniera drammatica – tutti gli elementi di debolezza propri delle imprese familiari.

Molti sono i volumi che trattano l’argomento delle imprese familiari. Tuttavia, nella maggioranza dei saggi sono espresse principalmente riflessioni o evidenze empiriche dedotte dall’attività professionale e/o accademica dell’autore. Pochi sono invece i volumi che analizzano il tema focalizzandosi sullo stato dell’arte offerto dalla letteratura finanziaria. In virtù della loro rilevanza nel tessuto economico italiano, scopo di questo libro è fornire una panoramica il più possibile completa sulla ricerca relativa alle family firm.

I più recenti fatti di cronaca sottolineano l'attualità del tema, che assume un rilievo particolare alla luce delle peculiarità proprie delle imprese familiari. Infatti, da un lato esse sono caratterizzate da consistenti vantaggi competitivi, essenzialmente associati alla flessibilità operativa e gestionale e all'importante rete sociale al centro della quale l'impresa prolifera. Dall'altro, numerosi sono i problemi ordinariamente affrontati dalle family firm in termini di corporate governance, gestione dell'innovazione e transizione generazionale. La combinazione di questi fattori, positivi e negativi, ne influenza in modo significativo la performance, con evidenti ripercussioni sul tessuto economico dell'area in cui le società operano. Il volume ripercorre i singoli elementi di vantaggio e di debolezza, analizzandoli in una prospettiva economica.

#### *I punti di forza*

Rispetto alle imprese non familiari, le family firm hanno caratteristiche distintive che contribuiscono in maniera significativa a determinarne il successo. Il volume, attraverso l'analisi dell'ampia letteratura sul tema, mette in luce gli elementi peculiari grazie ai quali le imprese familiari riescono a seguire strategie di business non convenzionali e a realizzare di conseguenza il proprio vantaggio competitivo.

Ad esempio la famiglia, spesso fondatrice dell'attività, mostra una passione e dedizione non comune nel cercare di fare crescere l'impresa, con lo scopo di tramandare la proprietà alle generazioni future. Inoltre, la maggior parte dei membri delle famiglie si identifica con la società: il fondatore ed i suoi parenti frequentemente vedono il proprio nome e la loro reputazione associata ai prodotti o servizi che offrono. Per questo, la performance dell'impresa diventa una estensione del loro benessere. L'insieme di questi fattori rende la famiglia disposta a lavorare più intensamente e a reinvestire parte dei profitti per permettere all'attività di prosperare nel lungo periodo, al fine di tramandare alle generazioni future la conoscenza, l'esperienza e le capacità imprenditoriali accumulate nel tempo. Ciò determina un aumento della qualità dell'output delle family firm e la presenza di relazioni positive con i loro partner, siano essi fornitori, clienti, dipendenti o la comunità all'interno della quale l'impresa opera. La reputazione della famiglia crea conseguenze economiche più durature rispetto a quelle esperite da non family firm, dove i manager cambiano periodicamente e i rapporti lavorativi devono essere costantemente rinnovati. Questo aspetto genera un peculiare intreccio di relazioni proprio delle attività familiari che aumentano la propria dotazione socio-emozionale proprio in virtù della loro centralità all'interno della rete sociale in cui operano, definita da un simbiotico e con-

tinuo interscambio tra impresa e comunità locale. Ancora, l'esistenza di rapporti consolidati tra il pubblico governo e le family firm permette a queste ultime di sviluppare la propria attività anche attraverso lo sfruttamento di legami professionali, favoritismi e supporto politico da parte della comunità. L'insieme di questi fattori si concretizza in performance elevate ed in benefici in termini di valorizzazione del marchio e riconoscimento della qualità del business da parte di clienti, partner e finanziatori.

Gli elementi di vantaggio peculiari delle family firm non si limitano alla dedizione della famiglia nel fare prosperare l'attività o ai legami che la stessa crea con il contesto sociale all'interno del quale opera, ma derivano anche da caratteristiche che permettono alle imprese familiari di porre in essere strategie di business non convenzionali che frequentemente si traducono in una elevata redditività. Ad esempio, quando l'offerta e la mobilità di manager di professione sono limitate, le famiglie riescono ad attrarre con successo talenti attraverso relazioni di fidelizzazione e paternalistica generosità. Ancora, la presenza di un sistema di governance spesso destrutturato ed informale consente alle imprese familiari di modificare velocemente gli obiettivi strategici e di cogliere opportunità derivanti da evoluzioni del mercato attraverso procedure decisionali snelle e flessibili. Le società controllate da famiglie presentano una stabilità maggiore nei propri investimenti strategici rispetto ad altre imprese, che tendono invece a ridurre le risorse destinate ad investimenti in grado di produrre benefici solo nel medio-lungo termine al fine di salvaguardare i profitti operativi correnti. La visione di lungo periodo permette infatti alle family firm di non sacrificare cassa a favore dei profitti contabili immediati.

La gestione familiare permette all'impresa di raccogliere un ulteriore e importante vantaggio competitivo: essa infatti consente di superare il conflitto di agenzia principal-agent e riduce la probabilità che siano messi in atto comportamenti opportunistici contrari agli interessi della società, che danneggerebbero per prima la famiglia controllante. Quando la gestione è affidata ad un manager esterno, la storica presenza della famiglia nell'impresa pone i componenti della stessa in posizione ottimale per monitorare ed influenzare l'andamento del business. Il monitoraggio richiede infatti la conoscenza delle tecnologie utilizzate nell'attività che le famiglie, proprio grazie alla presenza di lungo periodo, riescono ad avere e ad approfondire continuamente sfruttando curve di apprendimento. L'ampia letteratura sul tema mostra come la combinazione dei sopraccitati elementi di forza definisca una performance finanziaria spesso superiore rispetto a quella dei competitor non familiari.

### *I punti deboli*

Il volume non si limita a considerare quella parte della letteratura finanziaria che sottolinea gli elementi competitivi delle family firm e, al contrario, vi contrappone l'insieme di studi che evidenziano come il controllo familiare possa definire una struttura proprietaria poco efficiente e protettiva nei confronti degli azionisti di minoranza, ad evidente svantaggio per la performance.

In generale, attraverso il possesso di una parte sostanziale dei diritti di voto le famiglie hanno l'incentivo ed il potere di porre in essere azioni che consentono loro di ottenere vantaggi personali (ad esempio l'estrazione di benefici privati), a discapito della redditività di impresa. In società caratterizzate da una struttura proprietaria concentrata, gli azionisti di maggioranza possono preferire rendite di tipo non monetario, talvolta distraendo risorse scarse da progetti profittevoli. L'espropriazione di ricchezza a danno delle minoranze può concretizzarsi anche attraverso il conferimento di compensi eccessivi per i membri della famiglia, l'effettuazione di operazioni con parti correlate o la distribuzione di dividendi straordinari. Un esempio di recente attualità è proprio il sopraccitato caso Ligresti. Il premio associato ad azioni che conferiscono il diritto di controllo fornirebbe evidenza empirica del potere di estrarre benefici privati in capo agli azionisti di maggioranza.

Un secondo punto debole caratterizzante le family firm è rappresentato dal fatto che spesso i soli componenti delle famiglie proprietarie possono ricoprire posizioni di apicali per la gestione del business. Ciò definisce un ristretto gruppo di individui potenzialmente in grado di apportare all'impresa capacità manageriali, generando di conseguenza una situazione di svantaggio competitivo rispetto ad analoghe non family firm. In questo contesto, attraverso la presenza nel board, la famiglia può più facilmente allineare gli obiettivi dell'impresa ai propri esacerbando la sopraccitata tendenza ad estrarre benefici privati. Inoltre, l'imposizione di membri della famiglia all'interno del consiglio di amministrazione de facto implica l'esclusione dallo stesso di manager esterni più capaci, istruiti e professionali. In molti casi l'evidenza empirica supporta siffatte argomentazioni, sottolineando come imprese di successo abbiano vissuto momenti di difficoltà quando la gestione del business è passata dal fondatore ai suoi discendenti. In tal senso, parte della letteratura suggerisce che la preferenza del fondatore verso l'entrata nella compagine amministrativa di altri membri della famiglia determina investimenti inefficienti e una ridotta profittabilità. Inoltre, amministratori delegati familiari sembrano suscitare sentimenti di risentimento e rancore nei manager esterni, che percepiscono la carica dei primi come non meritocraticamente ottenuta. Ancora, società con CEO familiari mostrano un costo del debito superiore a quello di family firm gestite da

manager esterni, sebbene comunque inferiore a quello sostenuto da imprese non familiari. In generale, una consistente parte della letteratura affronta il problema del radicamento manageriale tipico delle family firm con lo scopo di trovare evidenze sistematiche in termini di performance a seconda che la gestione della società sia nelle mani di un membro della famiglia (sia esso il fondatore o un suo discendente) o di un manager esterno. Tuttavia, i risultati delle ricerche non sono conclusivi.

### *Il passaggio generazionale*

Uno dei principali elementi di debolezza delle family firm è legato alla gestione del passaggio generazionale, cui il presente volume dedica un'ampia sezione. Infatti, la successione al vertice è uno dei momenti più importanti e delicati nella vita di un'impresa, specialmente se familiare. Se le family firm che riescono a superare questa fase spesso rifioriscono e aumentano considerevolmente per dimensioni, operatività e mercati di sbocco, è altrettanto vero che per molte imprese familiari al momento del passaggio del testimone è associato un alto tasso di mortalità. Empiricamente, molte family firm non riescono a sopravvivere all'abbandono della gestione del business da parte del fondatore: solo un terzo riesce a raggiungere la seconda generazione della proprietà (Ward, 1987) e quasi il 95% fallisce prima che l'attività sia controllata dalla quarta generazione della famiglia (Neubauer e Lank, 1998). La ricerca attribuisce questa evidenza in particolare ad una scarsa politica di pianificazione della successione. Il processo di successione, i suoi esiti potenziali e le problematiche associate a questa fase di vita dell'impresa sono oggetto di una vasta letteratura, discussa e ampiamente riportata nel volume. L'elevato tasso di fallimento delle family firm associato al passaggio generazionale rappresenta infatti un serio problema non solo per le imprese familiari ed i loro dipendenti ma anche per la salute dell'economia in cui le stesse operano. Questo è tanto più vero quanto più il tessuto industriale di un paese è caratterizzato da attività gestite da famiglie, ad esempio nel caso italiano.

Nel processo di successione, la gestione dell'impresa passa (spesso) dal fondatore ad un suo discendente o (meno spesso) ad un manager esterno alla famiglia. Le notevoli fluttuazioni di prezzo che caratterizzano il corso di molti titoli in seguito all'annuncio del passaggio del testimone enfatizzano la criticità legata a questa fase di vita della family firm. Svariati sono i possibili esiti del processo: da un lato, se insider assumono il controllo dell'impresa spesso vi è solo una modesta variazione nel team di top manager e la successione presagisce un periodo di continuità con la gestione passata. D'altra parte, la transizione può coinvolgere manager professionisti



non precedentemente coinvolti nella società, implicando innumerevoli cambiamenti nei metodi di amministrazione dell'attività, ovvero un periodo di indecisione e tentennamenti. Questi sono spesso causati dal procedere per tentativi nella gestione, allo scopo di raggiungere una nuova dimensione in grado di caratterizzare il successore e definire un nuovo equilibrio per l'impresa. Ciò può accadere anche in assenza di manager esterni, ossia nel caso di successioni padre-figlio: la letteratura mostra infatti che alla base di ogni successione problematica vi è un rapporto inadeguato tra il passato di un'organizzazione e il suo presente. In tal senso, l'amministrazione del discendente può essere caratterizzata da i) un attaccamento eccessivo ai metodi utilizzati dalla gestione precedente, che definisce un management acritico non in grado di adattare la strategia di impresa alle evoluzioni delle condizioni di mercato, ii) un rifiuto dei criteri di gestione utilizzati dal predecessore, che si concretizza in un netto distacco dal passato e nella tendenza a modificare ogni strategia posta in essere dalla precedente leadership; ciò implica un governo della società caratterizzato da una marcata discontinuità con il passato, dannoso soprattutto in condizioni di mercato stabili in cui le precedenti strategie di business si sono rivelate profittevoli, iii) un disequilibrio tra la visione storica dell'impresa e le sue prospettive future, ossia una situazione di ambivalenza e confusione in cui il nuovo amministratore è bloccato tra la continuità e la rottura rispetto alle strategie imprenditoriali del predecessore; ciò risulta in una gestione che procede attraverso costanti indecisioni, non in grado di adeguarsi alle strategie implementate in passato e allo stesso tempo incapace di discostarsi da esse attraverso la messa in essere di nuovi metodi di gestione dell'attività.

### *La performance*

La combinazione dei suddetti punti di forza e di debolezza delle imprese familiari – che includono anche l'insieme delle problematiche legate al processo di successione generazionale e ai suoi esiti – influisce in maniera significativa sulla performance delle stesse. Il volume evidenzia come buona parte della letteratura finanziaria e manageriale si sia focalizzata sulla redditività delle family firm, al fine di definire se queste ultime siano effettivamente in grado di registrare performance superiori rispetto ad analoghe imprese non familiari.

Una consistente parte delle ricerche sul tema mostra che – in virtù dei vantaggi competitivi che le caratterizzano – le family firm registrano performance sistematicamente superiori rispetto ad analoghe non family firm (tra gli altri si veda Anderson e Reeb, 2003; Villalonga e Amit, 2006). Alla base dell'elevata redditività vi sarebbe il potere delle famiglie proprietarie

di monitorare gli amministratori (siano essi interni o esterni alla famiglia) e la conseguente riduzione dei conflitti di agenzia. Oltre a minimizzare i costi di agenzia le family firm sono caratterizzate da legami familiari che sostituiscono e integrano le disfunzionalità dei mercati, da un elevato valore del capitale reputazionale delle famiglie e da connessioni politiche che ne influenzano positivamente il rendimento. Tuttavia, una parte della letteratura contesta le suddette argomentazioni e si focalizza sullo sfruttamento dei benefici privati che le famiglie possono porre in essere, a discapito della performance d'impresa.

Alla luce della non conclusività dei risultati proposti dalle ricerche empiriche, la letteratura finanziaria ha tentato di rintracciare evidenze sistematiche frammentando la categoria delle imprese familiari e suddividendola ad esempio in attività fondate o meno dall'attuale famiglia proprietaria. Infatti, il radicamento della società nel territorio differenzia le due tipologie di family firm (Hollander e Elman, 1988; Kelly, Athanassiou e Crittenden, 2000), per le quali la letteratura mostra anche una diversa sovrapposizione tra valori della famiglia e valori dell'impresa (Astrachan, Klein e Smyrnios, 2002; Carlock e Ward, 2001). Ancora una volta, le evidenze sulla performance non consentono di fornire un giudizio assoluto sulla redditività delle società acquisite o fondate dalla famiglia proprietaria.

Per questo, la letteratura ha proposto un'ulteriore distinzione delle *founding family firm* in tre sottogruppi, ossia in imprese gestite dal fondatore, da un suo discendente ovvero da un manager esterno e – dunque – professionalizzate. Per un consistente numero di studi l'incapacità manageriale dei membri della famiglia (Smith e Amoako-Adu, 1999), la selezione inefficiente del successore (Burkart, Panunzi e Shleifer, 2003; Caselli e Gennaio-li, 2013) e lo scarso livello di istruzione dei discendenti (Pérez-González, 2006) sarebbero responsabili della performance negativa che si registra quando il fondatore dell'impresa si ritira dall'attività a favore di un erede. Tuttavia, altre ricerche contestano questi risultati e mostrano evidenze opposte, favorevoli alla gestione di un discendente (McConaughy *et al.*, 1998; Mehrotra *et al.*, 2013), o di un outsider (tra gli altri, Barth, Gulbrandsen e Shone, 2005).

Poiché dall'analisi delle diverse teorie e dal confronto dei risultati che emergono dalle ricerche empiriche non è in alcun modo possibile ricavare indicazioni generali sulla profittabilità delle (*founding*) family firm, nel volume è sviluppata una analisi il cui scopo è fornire evidenza empirica nel contesto italiano in merito alla relazione tra performance e proprietà familiare. Molteplici sono i punti di vista considerati e gli elementi di innova-

zione dello studio. Infatti, da un lato le evidenze riferite al nostro paese sono poco rilevanti e tra loro contraddittorie. Date le caratteristiche del tessuto economico ed industriale italiano, densamente popolato da imprese familiari, è apparso opportuno approfondire la tematica considerando questo specifico contesto. D'altro lato, pochi studi analizzano la profittabilità di impresa utilizzando sia molteplici misure di redditività – di mercato e contabili – sia diversi livelli di impresa familiare.

I risultati dell'analisi mostrano una performance più elevata per le family firm rispetto ad analoghe imprese non familiari quando sono considerate due delle tre misure di redditività indagate (i.e. il rapporto tra valore di mercato e valore di libro dell'equity e il rendimento del capitale proprio). L'evidenza è coerente con quella parte della letteratura che sostiene la superiorità degli elementi di vantaggio competitivo delle family firm rispetto ai punti di debolezza delle stesse. La presenza della famiglia fondatrice nella compagine sociale non sembra invece incidere sulla redditività del capitale proprio, mentre influenza negativamente la performance di mercato delle family firm, parzialmente supportando gli argomenti che suggeriscono che le imprese gestite dai proprietari sono particolarmente vulnerabili nei confronti del radicamento manageriale.

Non è possibile rilevare le stesse evidenze quando la misura di profittabilità analizzata è la redditività del totale attivo. In questo caso però l'analisi mostra che le imprese familiari professionalizzate (i.e. le *founding family firm* amministrate da un manager esterno alla famiglia) gestiscono in maniera più efficiente le proprie attività, presentando di conseguenza un rendimento del totale attivo superiore sia rispetto ad altre family firm sia rispetto alle non family firm. In definitiva, l'insieme dei risultati che emergono dall'analisi proposta permette di sostenere – sebbene in maniera non assoluta – la presenza nel contesto italiano di un significativo sfruttamento degli elementi di vantaggio tipici delle family firm. Queste possono ottenere il massimo della performance quando riescono a sviluppare un equilibrio tra i vantaggi loro peculiari e i punti di forza caratteristici delle imprese non familiari. Questi ultimi sono essenzialmente legati alla presenza di una struttura gerarchica e gestionale formalizzata e all'affidamento dell'amministrazione a un manager esperto capace di massimizzare l'utilizzo delle risorse dell'impresa a vantaggio di tutta la compagine sociale.

Per concludere, è opportuno illustrare i possibili limiti di questo lavoro assieme ai potenziali sviluppi futuri. Il primo limite è legato all'utilizzo di un campione di imprese quotate, non pienamente rappresentativo della realtà economica italiana. Per fornire evidenza più compiuta sul rapporto tra performance, proprietà e management familiare le ricerche future potrebb-

ro riprodurre l'analisi con un campione di società non quotate di medio-piccole dimensioni, ossia le c.d. PMI che caratterizzano il tessuto economico del paese. Una seconda limitazione è di tipo geografico: l'analisi potrebbe essere effettuata ad esempio in un contesto europeo, usando un campione di imprese familiari localizzate in paesi differenti. Un'ulteriore possibilità di sviluppo del lavoro prevede la distinzione delle *founding family firm* sulla base della tipologia di management, considerando però non solo il ruolo dell'amministratore delegato ma anche la figura (familiare, professionale ecc.) degli altri top manager, ovvero di coloro che ricoprono la carica di presidente della società, direttore finanziario ecc. Studi futuri dovrebbero inoltre cercare di capire quali sono i motivi per cui le *founding family firm* gestite dal fondatore quotano – *ceteris paribus* – a sconto.

Questa ricerca offre spunti interessanti per i manager ed in generale per le family firm. Per sostenere la performance delle società, le famiglie dovrebbero conservare il ruolo di azionisti di maggioranza delegando tuttavia a manager professionisti la gestione ordinaria dell'impresa. Inoltre, gli incarichi assunti all'interno della società dai membri della famiglia e l'identità degli stessi individui dovrebbero essere sottoposti ad attenta considerazione. Le family firm dovrebbero superare la tentazione di estrarre benefici privati assumendo individui qualificati, strutturando la società e facendo allo stesso tempo leva sugli innumerevoli punti di forza che la letteratura riconosce. L'insieme di questi elementi può permettere all'impresa familiare di sopravvivere e prosperare nel tempo.

## BIBLIOGRAFIA

- Adam T., Goyal V.K. (2008), "The Investment Opportunity Set And Its Proxy Variables", *Journal of Financial Research*, 31(1): 41-63.
- Adams J.S., Taschian A., Shore T.H. (1996), "Ethics in Family and Non-family Owned Firms: An Exploratory Study", *Family Business Review*, 9(2): 157-170.
- Aganin A., Volpin P. (2005), "The History of Corporate Ownership in Italy", in Morck R.M. (ed.), *A History of Corporate Governance around the World: Family Business Groups to Professional Managers*, University of Chicago Press.
- Agarwal S., Hauswald R. (2008), "The Choice Between Arm's-length and Relationship Debt: Evidence from E-loans", *Working paper*.
- Alcorn P.B. (1982), *Success and Survival in the Family Owned Firms*, McGraw-Hill, New York.
- Alderfer C.P. (1988), "Understanding and Consulting to Family Business Boards", *Family Business Review*, 1(3): 249-261.
- Almeida H.V., Wolfenzon D. (2006), "A Theory of Pyramidal Ownership and Family Business Groups", *The Journal of Finance*, 61(6): 2637-2680.
- Anderson R.C., Mansi S.A., Reeb D.M. (2003), "Founding Family Ownership and the Agency Cost of Debt", *Journal of Financial Economics*, 68(2): 263-285.
- Anderson R.C., Reeb D.M. (2003), "Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500", *The Journal of Finance*, 58(3): 1301-1328.
- Anderson R.C., Reeb D.M. (2004), "Board Composition: Balancing Family Influence in S&P 500 Firms", *Administrative Science Quarterly*, 49(2): 209-237.
- Aronoff C.E., Astrachan J.H., Ward J.L. (1998), *Developing Family Business Policies: Your Guide to the Future*, Business Owner Resources.
- Aronoff C.E., Ward J.L. (1995), "Family-owned Businesses: a Thing of the Past or the Model for the Future", *Family Business Review*, 8(2): 121-130.
- Arregle L., Hitt M., Sirmon D., Very P. (2007), "The Development of Organizational Social Capital: Attributes of Family Firms", *Journal of Management Studies*, 44: 73-95.
- Arthur Andersen Center for Family Business (1995), *American Family Business Survey*, St Charles, IL.

- Astrachan J.H. (1988), "Family Firm and Community Culture", *Family Business Review*, 1(2): 165-189.
- Astrachan J.H., Klein S.B., Smyrniotis K.X. (2002), "The F-PEC Scale of Family Influence: a Proposal for Solving the Family Business Definition Problem", *Family Business Review*, 15(1): 45-58.
- Astrachan J.H., Kolenko T. (1994), "A Neglected Factor Explaining Family Business Success: Human Resource Practices", *Family Business Review*, 3(7): 251-262.
- Astrachan J.H., Shanker M.C. (2003), "Family Businesses' Contribution to the U.S. Economy: A Closer Look", *Family Business Review*, 16(3): 211-219.
- Baker M., Wurgler J. (2002), "Market Timing and Capital Structure", *The Journal of Finance*, 17(1): 1-32.
- Banz R.W. (1981), "The Relationship Between Return and Market Value of Common Stocks", *Journal of Financial Economics*, 9(1): 3-18.
- Barach J.A. (1984), "Is There a Cure for the Paralyzed Family Board?", *Sloan Management Review*, 26(1): 3-12.
- Barach J.A., Gantisky J., Carson J.A., Doochin B.A. (1988), "Entry of the Next Generation: Strategic Challenges for Family Business", *Journal of Small Business Management*, 26: 49-56.
- Barclay M.J., Holderness C.G. (1989), "Private Benefits from Control of Public Corporations", *Journal of Financial Economics*, 25: 371-395.
- Barnes L.B. (1988), "Incongruent Hierarchies: Daughters and Younger Sons as Company CEOs", *Family Business Review*, 1(1): 9-21.
- Barney J.B., Hansen M.H. (1994), "Trustworthiness as a Source of Competitive Advantage", *Strategic Management Journal*, 15: 175-190.
- Barontini R., Caprio L. (2006), "The Effect of Family Control on Firm Value and Performance: Evidence from Continental Europe", *European Financial Management*, 12(5): 689-723.
- Barry B. (1975), "The Development of Organization Structure in the Family Firm", *Journal of General Management*, Autumn: 42-60.
- Barth E., Gulbrandsen T., Schone P. (2005), "Family Ownership and Productivity: The Role of Owner Management", *Journal of Corporate Finance*, 11: 107-127.
- Baschieri G., Carosi A., Mengoli S. (2013), "Local Home Bias, Family Firm Local Involvement and Performance", *Working paper*.
- Bebchuk L.A., Kraakman R., Triantis G. (2000), "Stock Pyramids, Cross-Ownership and Dual Class Equity: The Mechanisms and Agency Costs of Separating Control From Cash-Flow Rights", in Morck R. (ed.), *Concentrated Corporate Ownership*, University of Chicago Press, Chicago.
- Becker E. (1973), *The Denial of Death*, Free Press, New York.
- Beckhard R., Burke W. (1983), "Preface", *Organizational Dynamics*, 12:12.
- Beckhard R., Dyer G. (1983a), "Managing Continuity in the F-owned Business", *Organizational Dynamics*, Summer: 5-12.
- Beckhard R., Dyer G. (1983b), "SMR Forum: Managing Change in the Family Firm – Issues and Strategies", *Sloan Management Review*, 24: 59-65.
- Belcredi M., Caprio L. (2004), "Separation of cash-flow and control rights: Should it be prohibited?", *International Journal of Disclosure and Governance*, 1: 171-185.

- Bennedsen M., Nielson K.M., Pérez-González F., Wolfenzon D. (2007), “Inside the Family Firm: The Role of Families in Succession Decisions and Performance”, *Quarterly Journal of Economics*, 122: 647-691.
- Berger A.N., Udell G.F. (1995), “Universal Banking and the Future of Small Business Lending”, *Working paper*.
- Berger P., Ofek E. (1995), “Diversification’s effect on firm value”, *Journal of Financial Economics*, 37: 39-66.
- Berghoff H. (2001), “Marketing Diversity: The Making of a Global Consumer Product – Hohner’s Harmonicas, 1857-1930”, *Enterprise and Society*, 2(2): 338-372.
- Berrone P., Cruz C., Gomez-Mejia L.R. (2012), “Socioemotional Wealth in Family Firms: Theoretical Dimensions, Assessment Approaches, and Agenda for Future Research”, *Family Business Review*, 25(3): 258-279.
- Berrone P., Cruz C., Gomez-Mejia L.R., Larrazza-Kintana M. (2010), “Socioemotional Wealth and Corporate Responses to Institutional Pressures: Do Family-Controlled Firms Pollute Less?”, *Administrative Science Quarterly*, 55(1): 82-113.
- Bertinetti G. (2000), “Stock option: opportunità ed effetti collaterali”, *Rivista Milanese di Economia*, 75/76.
- Bertrand M., Johnson S., Samphantharak K., Schoar A. (2008), “Mixing Family with Business: A Study of Thai Business Groups and the Families Behind Them”, *Journal of Financial Economics*, 88: 466-498.
- Bertrand M., Schoar A. (2006), “The Role of Family in Family Firms”, *Journal of Economic Perspectives*, 20: 73-96.
- Bettinelli C. (2009), “The Board of Directors as an Instrument for Family Business Entrepreneurs”, in Dossena G. (ed.), *Entrepreneur and Enterprise - Lights and Shadows from the Italian Experience*, McGraw-Hill, Milano.
- Bettinelli C. (2011), “Boards of Directors in Family Firms: An Exploratory Study of Structure and Group Process”, *Family Business Review*, 24(2): 151-169.
- Bhattacharya U., Daouk H. (2002), “The World Price of Insider Trading”, *The Journal of Finance*, 57(1): 75-108.
- Bigelli M., Croci E. (2013), “Dividend Privileges, Measurement Errors, and the Value of Voting Rights: Evidence from Italy”, *Journal of Empirical Finance*, 24: 94-107.
- Bigelli M., Mehrotra V., Rau R. (2011), “Why Are Shareholders Not Paid to Give up Their Voting Privileges? Unique Evidence from Italy”, *Journal of Corporate Finance*, 17(5): 1619-1635.
- Bigelli M., Mengoli S. (2011), “Self-Expropriation Versus Self-Interest in Dual-Class Voting: The Pirelli Case Study”, *Financial Management*, 40(3): 677-699.
- Bigelli M., Sánchez-Vidal J. (2012), “Cash Holdings in Private Firms”, *Journal of Banking & Finance*, 36(1): 26-35.
- Bini M. (1999), “Il costo di mercato del debito e le valutazioni di azienda”, *La Valutazione delle aziende*, 14: 110-114.
- Birley S. (1986), “Succession in the Family Firm: The Inheritor’s View”, *Journal of Small Business Management*, 24: 36-43.
- Block J. (2010), “Family Management, Family Ownership, and Downsizing: Evidence From S&P 500 Firms”, *Family Business Review*, 23(2): 109-130.

- Blumentritt T. (2006), "Integrating Strategic Management and Budgeting", *Journal of Business Strategy*, 27(6): 73-79.
- Bourdieu P. (1989), "Social Space and Symbolic Power", *Sociological Theory* 7 (1): 14-25.
- Bradach J.L., Eccles R.G. (1989), "Price, Authority, and Trust: From Ideal Types to Plural Forms", *Annual Review of Sociology*, 15: 97-118.
- Brady G., Helmich D.L. (1984), *Executive Succession*, Prentice-Hall, New Jersey.
- Brealey R.A., Myers S.C., Allen F., Sandri S. (2011), *Principi di Finanza Aziendale*, McGraw-Hill, Milano.
- Brevoort K.P., Hannan T.H. (2006), "Commercial Lending and Distance: Evidence from Community Reinvestment Act Data", *Journal of Money, Credit and Banking*, 38(8): 1991-2012.
- Brown H. (1993), "Loss and Continuity in the Family Firm", *Family Business Review*, 6(2): 111-130.
- Bruce N., Waldman M. (1990), "The Rotten Kid Meets the Samaritan's Dilemma", *Quarterly Journal of Economics*, 105: 155-165.
- Brunninge O., Nordqvist M., Wiklund J. (2007), "Corporate Governance and Strategic Change in SMEs: The Effects of Ownership, Board Structure and Top Management Teams", *Small Business Economics*, 29(3): 295-308.
- Bubolz M. (2001), "Family as Source, User, and Builder of Social Capital", *Journal of Socio-Economics*, 30: 129-131.
- Burkart M., Gromb D., Panunzi F. (1997), "Large Shareholders, Monitoring, and the Value of the Firm", *The Quarterly Journal of Economics*, 112(3): 693-728.
- Burkart M., Panunzi F., Shleifer A. (2003), "Family Firms", *The Journal of Finance*, 58(5): 2167-2201.
- Buttignon F., Sostero U. (2001), *Il modello economico finanziario. Introduzione alla costruzione e analisi del bilancio, al calcolo economico e alla valutazione dell'impresa*, Giuffrè, Milano.
- Cabrera-Suárez K., De Saa-Pérez P., García-Almeida D. (2001), "The Succession Process from a Resource and Knowledge-based View of the Family Firm", *Family Business Review*, 14(1): 37-46.
- Cadot J. (2013), "Agency Costs, Vertical Integration and Ownership Structure: The Case of Wine Business in France", *Working paper*.
- Campbell J.Y., Thompson S.B. (2008), "Predicting Excess Stock Returns Out of Sample: Can Anything Beat the Historical Average?", *Review of Financial Studies*, 21(4): 1509-1531.
- Campello M., Giambona E., Graham J.R., Harvey C.R. (2011), "Liquidity Management and Corporate Investment During a Financial Crisis", *Review of Financial Studies*, 24(6): 1944-1979.
- Cappelletto R. (2004), *Elementi di Finanza Aziendale*, Giappichelli, Torino.
- Caprio L., Croci E., Del Giudice A. (2011), "Ownership structure, family control, and acquisition decisions", *Journal of Corporate Finance*, 17(5): 1636-1657.
- Carlesi A. (2013), *Corporate Social Responsibility*, Report of the University of Pisa, Pisa University Press, Pisa.
- Carlock R.S., Ward J.L. (2001), *Strategic Planning for the Family Business*, Palgrave, New York.



- Carney M. (2005), "Corporate Governance and Competitive Advantage in Family-Controlled Firms", *Entrepreneurship Theory and Practice*, 29(3): 249-265.
- Cascino S., Pugliese A., Mussolino D., Sansone C. (2010), "The Influence of Family Ownership on the Quality of Accounting Information", *Family Business Review*, 23: 246-265.
- Caselli F., Gennaioli N. (2013), "Dynastic Management", *Economic Inquiry*, 51(1): 971-996.
- Casson M. (1999), "The Economics of the Family Firm", *Scandinavian Economic History Review*, 47(1): 10-23.
- Cennamo C., Berrone P., Cruz C., Gomez-Mejia L.R. (2012), "Socioemotional Wealth and Proactive Stakeholder Engagement: Why Family-Controlled Firms Care More About Their Stakeholders", *Entrepreneurship Theory and Practice*, 36(6): 1153-1173.
- Chami R. (1999), "What Is Different About Family Businesses?", *Working paper*.
- Chandler A.D. (1990), *Scale and Scope: The Dynamics of Industrial Capitalism*, Harvard University Press, Cambridge, MA.
- Chang S.J. (2003), "Ownership Structure, Expropriation, and Performance of Group-Affiliated Companies in Korea", *Academy of Management Journal*, 46(2): 238-253.
- Chen M. (2004), *Asian Management Systems*, Thomson Learning, London.
- Chirico F., Nordqvist M. (2010), "Dynamic Capabilities and Transgenerational Value Creation in Family Firms: The Role of Organizational Culture", *International Small Business Journal*, 20: 1-18.
- Chirico F., Nordqvist M., Colombo G., Mollona E. (2012), "Simulating Dynamic Capabilities and Value Creation in Family Firms: Is Paternalism an 'Asset' or 'Liability'?", *Family Business Review*, 25: 318-338.
- Chrisman J.J., Chua J.H., Litz R.A. (2003), "A Unified Perspective of Family Firm Performance: An Extension and Integration", *Journal of Business Venturing*, 18: 467-472.
- Chrisman J.J., Chua J.H., Litz R.A. (2004), "Comparing the Agency Costs of Family and Non-family Firms: Conceptual Issues and Exploratory Evidence", *Entrepreneurship Theory and Practice*, 28(4): 335-354.
- Chrisman J.J., Chua J.H., Steier L. (2002), "The Influence of National Culture and Family Involvement on Entrepreneurial Perceptions and Performance at the State Level", *Entrepreneurship Theory and Practice*, 26(4): 113-130.
- Chrisman J.J., Chua J.H., Steier L. (2003), "Editorial: An Introduction to Theories of Family Business", *Journal of Business Venturing*, 18(4): 441-448.
- Churchill N., Hatten K.J. (1987), "Non-Market-Based Transfers of Wealth and Power: A Research Framework for Family Businesses", *American Journal of Small Business*, 11(3): 51-64.
- Churchill N., Lewis V. (1983), "The Five Stages of Small Business Growth", *Harvard Business Review*, 61(3): 30-50.
- Claessens S., Djankov S., Fan J.P.H., Lang L.H.P. (2002), "Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings", *Journal of Finance*, 57: 2741-2771.

- Claessens S., Djankov S., Lang L.H.P. (2000), "The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations", *Journal of Financial Economics*, 58(1-2): 81-112.
- Clarysse B., Knockaert M., Lockett A. (2007), "Outside Board Members in High Tech Start-ups", *Small Business Economics*, 29: 243-259.
- Colli A. (2012), "Contextualizing Performances of Family Firms", *Family Business Review*, 25(3): 243-257.
- Collins O.F., Moore D.G., Unwalla D.B. (1964), *The Enterprising Man*, Michigan State University, East Lansing.
- Cooke P. (2001), "Regional Innovation Systems, Clusters, and the Knowledge Economy", *Industrial and Corporate Change*, 10(4): 945-974.
- Corbetta G. (1995), "Patterns of Development of Family Businesses in Italy", *Family Business Review*, 4: 255-265.
- Corbetta G., Montemerlo D. (1999), "Ownership, Governance, and Management Issues in Small and Medium-size Family Businesses: a Comparison of Italy and the United States", *Family Business Review*, 12(4): 361-374.
- Corbetta G., Salvato C. (2004), "The Board of Directors in Family Firms: One Size Fits All?", *Family Business Review*, 17(2): 119-134.
- Corbetta G., Tomaselli S. (1996), "Boards of Directors in Italian Family Businesses", *Family Business Review*, 4(9): 403-421.
- Cronqvist H., Nilsson M. (2003), "Agency Costs of Controlling Minority Shareholders", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38: 695-719.
- Crosson S.V., Needles B.E. (2008), *Managerial Accounting*, Cengage Learning.
- Cruz C., Gomez-Mejia L.R., Becerra M. (2010), "Perceptions of Benevolence and the Design of Agency Contracts: CEO-TMT Relations in Family Firms", *Academy of Management Journal*, 53(1): 69-89.
- Cucculelli M., Micucci G. (2008), "Family Succession and Firm Performance: Evidence from Italian Family Firms", *Journal of Corporate Finance*, 14(1): 17-31.
- Daily C.M., Dollinger M.J. (1992), "An Empirical Examination of Ownership Structure in Family and Professionally Managed Firms", *Family Business Review*, 5(2): 117-136.
- Daily C.M., Dollinger M.J. (1993), "Alternative Methodologies for Identifying Family- Versus Non Family managed Businesses", *Journal of Small Business Management*, 2(31): 79-90.
- Dall'Occhio M., Tzivelis D., Vinzia M.A. (2010) "Capital structure: The Italian market perspective", *Chinese Business Review*, 9, 5.
- Dalton D.R., Daily C.M., Ellstrand A.E., Johnson J.L. (1998), "Meta-analytic Reviews of Board Composition, Leadership Structure, and Financial Performance", *Strategic Management Journal*, 19: 269-290.
- Danco K. (1981), *From the Other Side of the Bed*, University Press, Cleveland.
- Danco L. (1980), *Inside the Family Business*, University Press, Cleveland.
- Danco L. (1982), *Beyond Survival*, University Press, Cleveland.
- Davis J. (1982), "The Influence of Life Stage on Father-Son Work Relationships in Family Companies", *Unpublished Doctoral Dissertation*.
- Davis J.H., Schoorman F.D., Donaldson L. (1997), "Toward a Stewardship Theory of Management", *Academy of Management Review*, 22(1): 20-47.

- Davis P. (1983), "Realizing the potential of the family business", *Organizational Dynamics*, Summer, 47-56.
- Davis P. (1986), "Family Business: Perspectives on Change", *Agency Sales Magazine*, Jun: 9-16.
- Davis P., Harveston P.D. (1998), "The Influence of Family on the Family Business Succession: a Multi-generational Perspective", *Entrepreneurship Theory and Practice*, 22(3): 31-53.
- Davis P., Harveston P.D. (2001), "The Phenomenon of Substantive Conflict in the Family Firm: A Cross-generational Study", *Journal of Small Business Management*, 39(1): 14-30.
- Deakins D., Freel M. (2002), *Entrepreneurship and Small Firms*, McGraw-Hill, New York.
- DeAngelo H., DeAngelo L. (2000), "Controlling Stockholders and the Disciplinary Role of Corporate Payout Policy: a Study of the Times Mirror Company", *Journal of Financial Economics*, 56: 153-207.
- DeFusco R.A., Johnson R.R., Zorn T.S., (1990), "The Effect of Executive Stock Option Plans on Stockholders and Bondholders", *The Journal of Finance*, 45(2): 617-627.
- Degryse H., Ongena S. (2005), "Distance, Lending Relationships, and Competition", *The Journal of Finance*, 60(1): 231-266.
- Demsetz H. (1983), "The Structure of Ownership and the Theory of the Firm", *Journal of Law and Economics*, 25: 375-390.
- Demsetz H., Lehn K. (1985), "The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences", *Journal of Political Economy*, 93(6): 1155-1177.
- Demsetz H., Villalonga B. (2001), "Ownership Structure and Corporate Performance", *Journal of Corporate Finance*, 7(3): 209-233.
- Déniz M., Cabrera Suárez K. (2005), "Corporate Social Responsibility and Family Business in Spain" *Journal of Business Ethics*, 56(1): 27-41.
- Devlin B., Daniels M., Roeder K. (1997), "The Heritability of IQ", *Nature*, 388(6641): 417-8.
- Donaldson T., Preston L.E. (1995), "The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence, and Implications", *Academy of Management Review*, 20(1): 65-91.
- Donckels R., Frölich E. (1991), "Are Family Businesses Really Different? European Experiences from Stratos", *Family Business Review*, 4(2): 149-170.
- Dumas C.A. (1989), "Understanding of Father-Daughter and Father-Son Dyads in Family-Owned Businesses", *Family Business Review*, 2(1): 31-46.
- Dunn B. (1995), "Success Themes in Scottish Family Enterprises: Philosophies and Practices Through the Generations", *Family Business Review*, 8(1): 17-28.
- Durand R., Vargas V. (2003), "Ownership, Organization, and Private Firms' Efficient Use of Resources", *Strategic Management Journal*, 24(7): 667-675.
- Dyer W.G. (1986), *Cultural Change in Family Firms: Anticipating and Managing Business and Family Transitions*, Jossey-Bass, San Francisco, CA.
- Dyer W.G. (1996), "Integrating Professional Management into a Family Owned Business", in Beckhard R. (ed.), *The Best of FBR: A Celebration*, Family Firm Institute, Boston.

- Dyer W.G., Whetten D.A. (2006), "Family Firms and Social Responsibility: Preliminary Evidence from the S&P 500", *Entrepreneurship Theory and Practice*, 30(6): 785-802.
- Ellul A., Pagano M., Panunzi F. (2010), "Inheritance Law and Investment in Family Firms", *American Economic Review*, 100: 2414-2450.
- Evans D.S. (1987), "The Relationship Between Firm Growth, Size, and Age: Estimates for 100 Manufacturing Industries", *The Journal of Industrial Economics*, 35(4): 567-581.
- Faccio M., Lang L.H.P. (2002), "The Ultimate Ownership of Western European Corporations", *Journal of Financial Economics*, 65(3): 365-395.
- Faccio M., Lang L.H.P., Young L. (2001), "Dividends and Expropriation." *The American Economic Review*, 91(1): 54-78.
- Fahlenbrach R. (2009), "Founder-CEOs, Investment Decisions, and Stock Market Performance", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 44(2): 439-466.
- Fama E.F., Jensen M.C. (1983a), "Agency Problems and Residual Claims", *Journal of Law and Economics*, 26(2): 327-349.
- Fama E.F., Jensen M.C. (1983b), "Separation of Ownership and Control", *Journal of Law and Economics*, 26: 301-325.
- Fama E.F., Jensen M.C. (1985), "Organizational Forms and Investment Decisions", *Journal of Financial Economics*, 14: 101-119.
- Fang L.H., Peress J. (2009), "Media Coverage and the Cross-section of Stock Returns", *Journal of Finance*, 64: 2023-2052.
- Farber D.B. (2005), "Restoring Trust after Fraud: Does Corporate Governance Matter?", *The Accounting Review*, 80(2): 539-561.
- Farh J.L., Cheng B.S. (2000), "A Cultural Analysis of Paternalistic Leadership in Chinese Organizations", in Li J.T., Tsui A.S., Weldon E. (eds.), *Management and Organizations in the Chinese Context*, Macmillan, London.
- Farh J.L., Cheng B.S., Chou L.F., Chu X.P. (2006), "Authority and Benevolence: Employees' Responses to Paternalistic Leadership in China", in Tsui A.S., Bian Y., Cheng L. (eds.), *China's Domestic Private Firms: Multidisciplinary Perspectives on Management and Performance*, Sharpe, New York.
- Fernandez Z., Nieto M.J. (2006), "Impact of Ownership on the International Involvement of SMEs", *Journal of International Business Studies*, 37(3): 340-351.
- Fiegener M.K., Bonnie M.B., Prince R.A., File K.M. (1994), "A Comparison of Successor Development in Family and Nonfamily Business", *Family Business Review*, 7(4): 313-329.
- File K.M., Prince R.A. (1998), "Cause Related Marketing and Corporate Philanthropy in the Privately Held Enterprise", *Journal of Business Ethics*, 17(14): 1529-1539.
- Ford R.H. (1988), "Outside Directors and the Privately-owned Firm: Are They Necessary?", *Entrepreneurship Theory and Practice*, 13: 49-57.
- Ford R.H. (1992), *Boards of Directors and the Privately Owned Firm*, Quorum Books, New York.
- Freidman S., Singh H. (1989), "CEO Succession and Stockholder Reaction", *Academy of Management Journal*, 32: 718-744.

- Friedman S. (1991), "Sibling Relationships and Intergenerational Succession in Family Firms", *Family Business Review*, 4(1): 3-20.
- Frova A. (1980), *L'integrazione verticale nell'economia delle imprese industriali*, Giuffrè, Milano.
- Fuchs P., Mifflin K., Miller D., Whitney J. (2000), "Strategic Integration: Competing in the Age of Capabilities", *California Management Review*, 42(3): 118-147.
- Fuller T., Tian Y. (2006), "Social and Symbolic Capital and Responsible Entrepreneurship: An Empirical Investigation of SME Narratives", *Journal of Business Ethics*, 67(3): 287-304.
- Gabarro J. (1979), "Socialization at the Top: How CEOs and Subordinates Evolve Interpersonal Contacts", *Organizational Dynamics*, 7(3): 3-23.
- Gallo M. (1993), "Governance Bodies in Family Businesses", *Working paper*.
- Gallo M. (1995), "The Role of Family Business and Its Distinctive Characteristic Behaviour in Industrial Activity", *Family Business Review*, 8: 83-97.
- Gallo M., Vilaseca A. (1996), "Finance in Family Business", *Family Business Review*, 9: 387-401.
- Gallo, M. (1998), "Ethics in Personal Behavior in Family Business" *Family Business Review*, 11(4): 325-335.
- Galve Górriz C., Salas Fumás V. (1996), "Ownership Structure and Firm Performance: Some Empirical Evidence from Spain", *Managerial and Decision Economics*, 17(6): 575-586.
- García E., López J. (2001), "A Taxonomy of Founders Based on Values: The Root of Family Business Heterogeneity", *Family Business Review*, 14(3): 209-230.
- García-Álvarez E., López-Sintas J. (2006), "Founder-successor's Transition: a Model of Coherent Value Transmission Paths", in Poutziouris P.Z., Smyrniotis K.X., Klein S.B. (eds.), *Handbook of Research on Family Business*, Edward Elgar, Cheltenham-Northampton, MA.
- Gelfand M.J., Erez M., Aycan Z. (2007), "Cross-cultural Organizational Behavior", *Annual Review of Psychology*, 58: 479-514.
- Gersick K.E., Davis J., Hampton M.M., Lansberg I. (1997), *Generation to Generation: Life Cycles of the Family Business*, Harvard Business School Press, Boston, MA.
- Gersick K.E., National Center for Family Philanthropy (U.S.) (2004), *Generations of Giving: Leadership and Continuity in Family Foundations*, Lexington Books, Lanham.
- Gilmore R.N., McCann J.E. (1983), "Designing Effective Transitions for New Correctional Leaders", in Doig J.W. (ed.), *Criminal Corrections: Ideals and Realities*, Lexington Books, Lexington, VA.
- Gimeno A., Labadie G., Saris W. (2004), "The Effects of Management and Corporate Governance on Performance in Family Business: a Model and Test in Spanish Firms", in Tomaselli S., Melin L. (eds.), *Family Firms in the Wind of Change*, IFERA Publications.
- Gnan L, Montemerlo F. (2002), "The Multiple Facets of Family Firms' Social Role: Empirical Evidence from Italian Smes", in *Research Forum of the Family Business Network 13<sup>th</sup> Annual Conference*, Helsinki, Finland.

- Gnan L., Songini L. (2003), "The Professionalization of Family Firms: The Role of Agency Cost Control Mechanisms", in Poutziouris P., Steier L.P. (eds.), *New Frontiers in Family Business Research: The Leadership Challenge*, IFERA-FBN Publications.
- Gnan L., Songini L. (2004), "Glass Ceiling or Women in Command? The Role of Professionalization in Women's Family Firms", in Tomaselli S., Melin L. (eds.), *Family Firms in the Wind of Change*, IFERA Publications.
- Goffee R., Scase R. (1987), "Patterns of Business Proprietorship Among Women in Britain", in Goffee R., Scase R. (eds.), *Entrepreneurship in Europe: The Social Processes*, Croom Helm, London.
- Gomez-Mejia L.R., Cruz C., Berrone P., De Castro J. (2011), "The Bind That Ties: Socioemotional Wealth Preservation in Family Firms", *Academy of Management Annals*, 5(1): 653-707.
- Gomez-Mejia L.R., Haynes K.T., Nuñez-Nickel M., Jacobson K.J.L., Moyano-Fuentes J. (2007), "Socioemotional Wealth and Business Risks in Family-controlled Firms: Evidence from Spanish Olive Oil Mills", *Administrative Science Quarterly*, 52(1), 106-137.
- Gomez-Mejia L.R., Larraza-Kintana M., Makri. (2003), "The Determinants of Executive Compensation in Family-controlled Publicly Traded Corporations", *Academy of Management Journal*, 44(2): 226-237.
- Gómez-Mejía L.R., Makri M., Larraza-Kintana M. (2010), "Diversification Decisions in Family-controlled firms", *Journal of Management Studies*, 47(2): 223-252.
- Gomez-Mejia L.R., Nunez-Nickel M., Gutierrez I. (2001), "The Role of Family Ties in Agency Contracts", *Academy of Management Journal*, 44: 81-95.
- Gomez-Mejia L.R., Wiseman R.M. (2007), "Does Agency Theory Have Universal Relevance? A Reply to Lubatkin, Lane, Collin, and Very", *Journal of Organizational Behavior*, 28: 81-8.
- Gordon G.E., Rosen N. (1981), "Critical Factors in Leadership Succession", *Organizational Behavior and Human Performance*, 27: 227-254.
- Graafland J.J. (2002), "Corporate Social Responsibility and Family Business", *Working paper*.
- Graham J.R., Lemmon M.L., Wolf J.G. (2002), "Does Corporate Diversification Destroy Value?", *Journal of Finance*, 57(2): 695-720.
- Grant R.M. (1991), "The Resource-based Theory of Competitive Advantage: Implications for Strategy Formulation", *California Management Review*, 33(3): 114-136.
- Greenwood R. (2003), "Commentary on: 'Toward a Theory of Agency and Altruism in Family Firms'", *Journal of Business Venturing*, 18(4): 491-494.
- Greenwood R., Deephouse D.L., Li S.X. (2007), "Ownership and Performance of Professional Service Firms", *Organization Studies*, 28: 219-238.
- Greenwood R., Diaz A.M., Li S.X., Lorente J.C. (2010), "The Multiplicity of Institutional Logics and the Heterogeneity of Organizational Responses", *Organization Science*, 21(2): 521-539.
- Gregory H., Simmelkjaer R.T. (2002), *Comparative Study of Corporate Governance Codes Relevant to the European Union and Its Members States on Behalf of the European Commission*, Weil, Gotshal, & Manges, LLP, New York.

- Greiner L. (1972), "Evolution and Revolution as Organizations Grow", *Harvard Business Review*, August: 37-46.
- Grossman S.J, Hart O.D. (1986), "The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration", *Journal of Political Economy*, 94(4): 691-719.
- Habbershon T.G., Williams M.L. (1999), "A Resource-Based Framework for Assessing the Strategic Advantages of Family Firms", *Family Business Review*, 12(1): 1-26.
- Habbershon T.G., Williams M.L., MacMillan I.C. (2003), "A Unified Systems Perspective of Family Firm Performance", *Journal of Business Venturing*, 18: 451-465.
- Hall D.T. (1986), "Dilemmas in Linking Succession Planning to Individual Executive Learning", *Human Resource Management*, 25(2): 235-265.
- Hambrick D., Fukutomi G. (1991), "The Seasons of a CEO's Tenure", *Academy of Management Review*, 16: 719-742.
- Handler W.C. (1989), "Managing the Family Firm Succession Process: The Next Generation Family Member's Experience", *Working paper*.
- Handler W.C. (1990), "Succession in Family Firms: a Mutual Role Adjustment Between Entrepreneur and Next generation Family Members", *Entrepreneurship Theory and Practice*, 15: 37-51.
- Handler W.C. (1992), "The Succession Experience of the Next Generation", *Family Business Review*, 5(3): 283-307.
- Handler W.C. (1994), "Succession in Family Business: A Review of the Research", *Family Business Review*, 7(2): 133-157.
- Hanson G.H. (1996), "Localization Economies, Vertical Organization, and Trade", *American Economic Review*, 86(5): 1266-1278.
- Healey J.K. (1990), "Continuity in Two Representative Foundations", *Family Business Review*, 3(4): 415-417.
- Heckman J.J. (1979), "Sample Selection Bias as a Specification Error", *Econometrica*, 47(1): 153-161.
- Heidrick G.W. (1988), "Selecting Outside Directors", *Family Business Review*, 1(3): 271-277.
- Helmich D.L. (1975), "Leader Succession: An Examination" *Academy of Management Journal*, 18: 429-441.
- Helmich D.L., Brown W. (1972), "Successor Type and Organizational Change", *Administrative Science Quarterly*, 17: 371-381.
- Hillman A.J., Dalziel T. (2003), "Boards of Directors and Firm Performance: Integrating Agency and Resource Dependence Perspectives", *Academy of Management*, 28(3): 383-396.
- Hofstede G. (2001), *Culture's Consequences: Comparing Values, Behaviors, Institutions, and Organizations Across Nations*, Sage, Thousand Oaks, CA.
- Holderness C.G., Sheehan D.P. (1988), "The Role of Majority Shareholders in Publicly Held Corporations: An Exploratory Analysis", *Journal of Financial Economics*, 20: 317-346.
- Hollander B.S., Elman N.S. (1988), "Family-Owned Businesses: An Emerging Field of Inquiry", *Family Business Review*, 1(2): 145-164.

- Hope O.K., Thomas W.B. (2008), "Empire building and firm disclosure", *Journal of Accounting Research*, 46(3): 591-626.
- Hopwood A.G. (1974), *Accounting and Human Behaviour*, Haymarket, London.
- Huse M. (1995), "Stakeholder Thinking and the Board of Directors in Owner/manager Firms", in Näsi J. (ed.), *Understanding Stakeholder Thinking*, LSR Publications, Helsinki.
- Huse M. (2000), "Boards of Directors in SMEs: a Review and Research Agenda", *Entrepreneurship & Regional Development*, 12: 271-290.
- Iannarelli C.L. (1992), "The Socialization of Leaders: A Study of Gender in Family Business", *Unpublished Doctoral Dissertation*.
- Irwin D. (2000), "Seven Ages of Entrepreneurship", *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 7(3): 255-260.
- Jaffe D.T. (2005), "Strategic Planning for the Family in Business", *Journal of Financial Planning*, 18(3): 50-56.
- Jaffe D.T., Lane S. (2004), "Sustaining a Family Dynasty: Key Issues Facing Complex Multigenerational Business- and Investment-Owning Families", *Family Business Review*, 17(1): 81-98.
- Jaffe D.T., Lane S., Dashew L., Bork D., Fleming P. (1997), "The CPA As Family Adviser", *Journal of Accountancy*, 183(5): 42-48.
- James H.S. (1999), "Owner as Manager, Extended Horizons and the Family Firm", *International Journal of the Economics of Business*, 6(1): 41-55.
- Jayaraman N., Khorana A., Nelling E., Covin J. (2000), "CEO Founder Status and Firm Financial Performance", *Strategic Management Journal*, 21: 1215-1224.
- Jensen M.C., Meckling W.H. (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, 3(4): 305-360.
- Johannisson B. (1987), "Anarchists and Organizers: Entrepreneurs in a Network Perspective", *International Studies of Management & Organization*, 17(1): 49-63.
- Johannisson B., Huse M. (2000), "Recruiting Outside Board Members in the Small Family Business: An Ideological Challenge", *Entrepreneurship & Regional Development: An International Journal*, 12(4): 353-378.
- Johnson B., Magee R., Nagarajan N., Newman H., Schwert G.W. (1985), "An Analysis of the Stock Price Reaction to Sudden Executive Deaths: Implications for the Management Labor Market", *Journal of Accounting and Economics*, 7: 151-174.
- Johnson J.L., Daily C.M., Ellstrand A.E. (1996), "Boards of Directors: a Review and Research Agenda", *Journal of Management*, 22: 409-438.
- Jonovic D.J. (1989), "Outside Review in a Wider Context: An Alternative to the Classic Board", *Family Business Review*, 2(2): 125-140.
- Kahn J.A., Henderson D.A. (1992), "Location Preferences of Family Firms: Strategic Decision Making or 'Home Sweet Home'?", *Family Business Review*, 5(3): 271-282.
- Kang D.L. (1999), "Ownership Structure and Corporate Dividend Policy: How Large Block Family Owners Increase Dividend Payout and Achieve Superior Firm Performance", *Working paper*.
- Kanter R.M. (1977), *Men and Women of the Corporation*, Basic Books, New York.



- Kelly L.M., Athanassiou N., Crittenden W.F. (2000), "Founder Centrality and Strategic Behavior in Familyowned Firm", *Entrepreneurship Theory and Practice*, 25(2): 27-42.
- Kepner E. (1991), "The Family and the Firm: A Coevolutionary Perspective", *Family Business Review*, 4(4): 445-461.
- Kernberg O. (1975), *Borderline Conditions and Pathological Narcissism*, Aronson, New York.
- Kets de Vries M. (1977), "The Entrepreneurial Personality: a Person at the Cross Roads", *Journal of Management Studies*, 14(1): 34-57.
- Kets de Vries M. (1985), "The Dark Side of Entrepreneurship", *Harvard Business Review*, 63: 160-167.
- Kets de Vries M. (1993), "The Dynamics of Family Controlled Firms: The Good and the Bad News", *Organizational Dynamics*, 21(3): 59-62.
- Kets de Vries M. (1996), *Family Business*, International Thompson, London.
- Kets de Vries M., Miller D. (1984), *The Neurotic Organization*, Jossey-Bass, San Francisco, CA.
- Khanna T., Rivkin J.W. (2001), "Estimating the Performance Effects of Business Groups in Emerging Markets", *Strategic Management Journal*, 22(1): 45-74.
- Khanna T., Yafeh Y. (2007), "Business Groups in Emerging Markets: Paragons or Parasites?", *Journal of Economic Literature*, 45(2): 331-372.
- Kimhi A. (1997), "Intergenerational Succession in Small Family Businesses", *Small Business Economics*, 9(4): 309-318.
- Kirby D.A., Lee T.J. (1996), "Research Note: Succession Management in Family Firms in Northeast England", *Family Business Review*, 9(1): 75-85.
- Kramer P. (1995), *Listening to Prozac*, Penguin, New York.
- Kroeger C.V. (1974), "Managerial Development in the Small Firms?", *California Management Review*, 1(17): 41-46.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. (1999), "Corporate Ownership Around the World", *The Journal of Finance*, 54(2): 471-517.
- Lansberg I. (1988), "The Succession Conspiracy", *Family Business Review*, 1(2): 119-143.
- Lansberg I. (1999), *Succeeding Generations Realizing the Dream of Families in Business*, Harvard Business School, Boston.
- Larsson L.T., Melin L. (1997), "The Board of Directors Driving Swedish SMEs Forward", *Working paper*.
- Laverty K.J. (1996), "Economic 'Short-termism': The Debate, the Unresolved Issues, and the Implications for Management Practice and Research", *Academy of Management Review*, 21(3): 825-860.
- Lee J. (2006), "Family Firm Performance: Further Evidence", *Family Business Review*, 19: 103-114.
- Leech D., Leahy J. (1991), "Ownership Structure, Control Type Classifications and the Performance of Large British Companies", *Economic Journal*, 101(409): 1418-1437.
- Leon-Guerrero A.Y., McCann III J.E., Haley Jr J.D. (1998), "A Study of Practice Utilization in Family Businesses", *Family Business Review*, 11(2): 107-120.

- Leuz C., Nanda D., Wysocki P.D. (2003), "Earnings Management and Investor Protection: An International Comparison", *Journal of Financial Economics*, 69: 505-527.
- Levine J. (1999), *The Rise and Fall of the House of Barneys*, Morrow, New York.
- Levinson H. (1971), "Conflicts That Plague the Family Business", *Harvard Business Review*, 49: 90-98.
- Levinson H. (1974), "Don't Choose Your Own Successor", *Harvard Business Review*, 52: 53-62.
- Levinson H. (1983), "Consulting with the Family Business: What to Look For, What to Look Out For", *Organizational Dynamics*, 12: 71-80.
- Lim E., Lubatkin M.H., Wiseman R.M. (2010), "A Family Firm Variant of the Behavioral Agency Theory", *Strategic Entrepreneurship Journal*, 4(3): 197-211.
- Longenecker J.G., Schoen J.E. (1978), "Management Succession in the Family Business", *Journal of Small Business Management*, 16: 1-6.
- Lungeanu R., Ward J.L. (2012), "A Governance-Based Typology of Family Foundations: The Effect of Generation Stage and Governance Structure on Family Philanthropic Activities", *Family Business Review*, 25: 409-424.
- Luoma P., Goodstein J. (1999), "Stakeholders and Corporate Boards: Institutional Influences on Board Composition and Structure", *Academy of Management Journal*, 42: 553-563.
- Lyman A.R. (1991), "Customer Service: Does Family Ownership Make a Difference?", *Family Business Review*, 4(3): 303-324.
- Marginson D., McAulay L. (2008), "Exploring the debate on short-termism: a theoretical and empirical analysis", *Strategic Management Journal*, 29(3): 273-292.
- Markowitz H. (1952), "Portfolio Selection", *The Journal of Finance*, 7(1): 77-91.
- Marshall A. (1890), *Principles of Economics*, Macmillan, London.
- Martin H.F. (2001), "Is Family Governance an Oxymoron?", *Family Business Review*, 14(2): 91-96.
- Massari M., Monge V., Zanetti L. (2006), "Control Premium in Legally-Constrained Markets for Corporate Control: the Italian Case (1993-2003)", *Journal of Management & Governance*, 10: 77-110.
- Mathile C.L. (1988), "A Business Owner's Perspective on Outside Boards", *Family Business Review*, 1(3): 231-237.
- Maury B. (2006), "Family Ownership and Firm Performance: Empirical Evidence from Western European Corporations", *Journal of Corporate Finance*, 12(2): 321-341.
- Mayer R.C., Davis J.H., Schoorman F.D. (1995), "An Integrative Model of Organizational Trust", *The Academy of Management Review*, 20(3): 709-734.
- McClelland D. (1961), *The Achieving Society*, Van Nostrand Reinhold, Princeton.
- McClelland D., Bumham D. (1976), "Power Is the Great Motivator", *Harvard Business Review*, 54: 100-110.
- McConaughy D., Phillips G. (1999), "Founders Versus Descendants: The Profitability, Efficiency, Growth Characteristics and Financing in Large, Public, Founding-family-controlled Firms", *Family Business Review*, 12:123-131.

- McConaughy D., Walker M., Henderson G., Mishra C. (1998), "Founding Family Controlled Firms: Efficiency and Value", *Review of Financial Economics*, 7: 1-19.
- McQueen R. (1998), *The Eatons*, Stoddart, Toronto.
- Mehrotra V., Morck R., Shim J., Wiwattanakantang Y. (2013), "Adoptive Expectations: Rising Sons in Japanese Family Firms", *Journal of Financial Economics*, 108(3): 840-854.
- Mengoli S., Pazzaglia F., Sapienza E. (2013), "Earnings quality in acquired and non-acquired family firms: A socioemotional wealth perspective", *Family Business Review*, 26(4): 374-386.
- Merton R.C. (1972), "An Analytic Derivation of the Efficient Portfolio Frontier", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 7(4): 1851-1872.
- Miller D. (1991), "Stale in the Saddle: CEO Tenure and the Match Between Organization and Environment", *Management Science*, 37(1): 34-52.
- Miller D. (1993), "Some Organizational Consequences CEO Succession", *The Academy of Management Journal*, 36(3): 644-659.
- Miller D., Droge C. (1986), "Traditional and Psychological Determinants of Organization Structure", *Administrative Science Quarterly*, 31: 359-360.
- Miller D., Eisenstat R., Foote N. (2002), "Strategy from the Inside Out", *California Management Review*, Spring: 37-54.
- Miller D., Kets de Vries M., Toulouse J.M. (1982), "Top Executive Locus of Control and Its Relationship to Strategy Making, Structure, and Environment", *Academy of Management Journal*, 25: 237-253.
- Miller D., Le Breton-Miller I. (2003), "Lost in Time: Intergenerational Succession, Change and Failure in Family Business", *Journal of Business Venturing*, 18(4): 513-551.
- Miller D., Le Breton-Miller I. (2005), *Managing for the Long Run : Lessons in Competitive Advantage from Great Family Businesses*, Harvard Business School Press, Boston, MA.
- Miller D., Le Breton-Miller I. (2006), "Family Governance and Firm Performance: Agency, Stewardship, and Capabilities", *Family Business Review*, 19(1): 73-87.
- Miller D., Le Breton-Miller I., Lester R.H. (2011), "Family and Lone Founder Ownership and Strategic Behaviour: Social Context, Identity, and Institutional Logics", *Journal of Management Studies*, 48(1): 1-25.
- Miller D., Le Breton-Miller I., Lester R.H., Cannella A.A. (2007), "Are Family Firms Really Superior Performers?", *Journal of Corporate Finance*, 13: 829-858.
- Miller D., Shamsie J. (2001), "Learning Across the Life Cycle: Experimentation and Performance Among the Hollywood Studio Heads", *Strategic Management Journal*, 22(8): 725-745.
- Miller D., Steier L.P., Le Breton-Miller I. (2006), "Lost in Time: Intergenerational Succession, Change and Failure in Family Business", in Poutziouris P.Z., Smyrnios K.X., Klein S.B. (eds.), *Handbook of Research on Family Business*, Edward Elgar, Cheltenham-Northampton, MA.
- Mintzberg H. (1994), *The Rise and Falls of Strategic Planning*, Prentice-Hall, New York.
- Minuchin S. (1974), *Families and Family Therapy*, Harvard, Cambridge, MA.

- Mishra C., McConaughy D. (1999), "Founding Family Control and Capital Structure: The Risk of Loss of Control and the Aversion to Debt", *Entrepreneurship Theory and Practice*, 23(4): 55-64.
- Mizruchi M.S. (1983), "Who Controls Whom? An Examination of the Relation Between Management and Boards of Directors in Large American Corporations", *Academy of Management Review*, 8: 426-435.
- Montemerlo D., Ward J.L. (2005), *The Family Constitution: Agreements to Perpetuate Your Family and Your Business*, Family Enterprise Publishers, Marietta, GA.
- Monteverde K., Teece D.J. (1982), "Appropriable Rents and Quasi-Vertical Integration", *Journal of Law & Economics*, 25(2): 321-328.
- Montgomery C.A. (1985), "Product-Market Diversification and Market Power", *Academy of Management Journal*, 28: 789-798.
- Montgomery C.A., Wernerfelt B. (1988), "Diversification, Ricardian Rents, and Tobin's q", *The Rand Journal of Economics*, 19(4): 623-632.
- Moores K., Mula J. (2000), "The Salience of Market, Bureaucratic and Clan Controls in the Management of Family Firm Transitions: Some Tentative Australian Evidence", *Family Business Review*, 13(2): 91-106.
- Morck R., Nakamura M., Shivdasani A. (2000), "Banks, Ownership Structure, and Firm Value in Japan", *The Journal of Business*, 73(4): 539-567.
- Morck R., Shleifer A., Vishny R.W. (1988), "Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis", *Journal of Financial Economics*, 20: 293-315.
- Morck R., Wolfenzon D., Yeung B. (2005), "Corporate Governance, Economic Entrenchment, and Growth", *Journal of Economic Literature*, 43(3): 655-720.
- Morck R., Yeung B. (2003), "Agency Problems in Large Family Business Groups", *Entrepreneurship Theory and Practice*, 27(4): 367-382.
- Morck R., Yeung B., Yu W. (2000), "The Information Content of Stock Markets: Why Do Emerging Markets Have Synchronous Stock Price Movements?", *Journal of Financial Economics*, 58(1-2): 215-260.
- Morkel A., Posner B. (2002), "Investigating the Effectiveness of Corporate Advisory Boards", *Corporate Governance*, 2(3): 4-12.
- Mueller K.R. (1988), "Differential Directorship: Special Sensitivities and Roles for Serving the Family Business Board", *Family Business Review*, 1(3): 239-247.
- Murgia M. (1993), "Struttura della Proprietà, Conflitti d'Interesse e Politica dei Dividendi delle Imprese Italiane", *L'Industria*, 14(1): 109-126.
- Myers S. (1977), "The Determinants of Borrowing", *Journal of Financial Economics*, 5: 147-175.
- Nahapiet J., Ghoshal S. (1998), "Social Capital, Intellectual Capital, and the Organizational Advantage", *Academy of Management Review*, 23: 242-266.
- Nash J.M. (1988), "Boards of Privately Held Companies: Their Responsibilities and Structure", *Family Business Review*, 1(3): 263-269.
- Nasmith G.G. (1923), *Timothy Eaton*, McLelland & Stewart, Toronto.
- Neubauer F., Lank A.G. (1998), *The Family Business: Its Governance for Sustainability*, Macmillan, London.
- Ng W., Roberts J. (2007), "Helping the Family: The Mediating Role of Outside Directors in Ethnic Chinese Family Firms", *Human Relations*, 60(2): 285-314.

- Nisbet R.A. (1970), *The Social Bond*, Knopf, New York.
- Palomba G. (2008), *Analisi del Valore. Il Rischio*, Collana di Finanza Aziendale dell'Università "La Sapienza" di Roma, co-edizioni Strategia & Finanza Aracne, Roma.
- Patrick A. (1985), "Family Business; The Offspring's Perception of Work Satisfaction and Their Working Relationship with Their Father", *Unpublished Doctoral Dissertation*.
- Pellegrini E.K., Scandura T.A. (2006), "Leader-member Exchange (LMX), Paternalism and Delegation in the Turkish Business Culture: An Empirical Investigation", *Journal of International Business Studies*, 37(2): 264-279.
- Pellegrini E.K., Scandura T.A. (2008), "Paternalistic Leadership: A Review and Agenda for Future Research", *Journal of Management*, 34: 566-593.
- Perez-Gonzalez F. (2006), "Inherited Control and Firm Performance", *American Economic Review*, 96: 1559-1588.
- Perren L., Berry A., Partridge M. (1999), "The Evolution of Management Information, Control and Decision-making Processes in Small, Growth-orientated, Service Sector Businesses", *Small Business and Enterprise Development*, 5(4): 351-362.
- Petersen M.A., Rajan R.G. (1994), "The Benefits of Lending Relationships: Evidence from Small Business Data", *The Journal of Finance*, 49(1): 3-37.
- Petersen M.A., Rajan R.G. (2002), "Does Distance Still Matter? The Information Revolution in Small Business Lending", *The Journal of Finance*, 57(6): 2533-2570.
- Phenix P. (2003), *Eatonians: The Story of the Family behind the Family*, McLelland & Stewart, Toronto.
- Pitts G. (2000), *In the Blood*, Doubleday, Toronto.
- Pollak R.A. (1985), "A Transaction Cost Approach to Families and Households", *Journal of Economic Literature*, 23: 581-608.
- Porter M.E., Kramer M.E. (1999), "Philanthropy's New Agenda: Creating Value", *Harvard Business Review*, November-December: 121-130.
- Porter M.E., Kramer M.E. (2002), "The Competitive Advantage of Corporate Philanthropy", *Harvard Business Review*, December: 5-16.
- Poza E., Hanlon S., Kishida R. (2004), "Does the Family Business Interaction Factor Represent a Resource or a Cost?", *Family Business Review*, 17(2): 99-118.
- Redding S.G., Norman A., Schlander A. (1994), "The Nature of Individual Attachment to Theory: A Review of East Asian Variations", in Triandis H.C., Dunnett M.D., Hough L.M. (eds.), *Handbook of Industrial and Organizational Psychology*, Consulting Psychology Press, Palo Alto, CA.
- Reingenum M. (1985), "The Effect of CEO Succession on Stockholder Wealth", *Administrative Science Quarterly*, 30: 46-60.
- Ring P.S., van de Ven A.H. (1992), "Structuring Cooperative Relationships Between Organizations", *Strategic Management Journal*, 13(7): 483-498.
- Roos S. (1973), "The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem", *American Economic Review*, 63:134-139.
- Rosenblatt P.C., De Mik L., Anderson R.M., Johnson P.A. (1985), *The Family in Business*, Jossey-Bass, San Francisco, CA.

- Rousseau D.M., Sitkin S.B., Burt R.S., Camerer C. (1998), "Not so Different after All: A Cross-discipline View of Trust", *Academy of Management Review*, 23: 393-404.
- Rumelt R. (1974), *Strategy, Structure, and Economic Performance*, Harvard University Press.
- Rumelt R. (1982), "Diversification Strategy and Profitability", *Strategic Management Journal*, 3(4): 359-369.
- Sacristán-Navarro M., Gómez-Ansón S. (2006), "Family Ownership, Corporate Governance and Firm Value: Evidence from the Spanish Market", in Poutziouris P.Z., Smyrnios K.X., Klein S.B. (eds.), *Handbook of Research on Family Business*, Edward Elgar, Cheltenham-Northampton, MA.
- Sacristán-Navarro M., Gómez-Ansón S., Cabeza-García L. (2011), "Large Shareholders' Combinations in Family Firms: Prevalence and Performance Effects", *Journal of Family Business Strategy*, 2(2): 102-112.
- Salvato C., Moores K. (2010), "Research on Accounting in Family Firms: Past Accomplishments and Future Challenges", *Family Business Review*, 23(3): 193-215.
- Salvi A. (2001), "Piani di azionariato dei dipendenti e processi di privatizzazione delle aziende di trasporto pubblico locale", *Economia e Management*, 5.
- Santiago A.L. (2000), "Succession Experiences in Philippine Family Businesses", *Family Business Review*, 13(1): 15-40.
- Schack J. (2001), "All in the Family", *Institutional Investor*, 35: 94-95.
- Schein E.H. (1983), "The Role of the Founder in Creating Organizational Culture", *Organizational Dynamics*, Summer (14).
- Schulze W.S., Lubatkin M.H., Dino R.N. (2003), "Toward a Theory of Agency and Altruism in Family Firms", *Journal of Business Venturing*, 18(4): 473-490.
- Schulze W.S., Lubatkin M.H., Dino R.N., Buchholtz A.K. (2001), "Agency Relationships in Family Firms: Theory and Evidence", *Organization Science*, 12: 99-116.
- Schwenk C.R., Shrader C.B. (1993), "Effect of Formal Strategic Planning on Financial Performance in Small Firms: a Meta-analysis", *Entrepreneurship Theory and Practice*, 17: 53-64.
- Scott M., Bruce R. (1987), "Five Stages of Growth in Small Business", *Long Range Planning*, 3: 45-52.
- Seymour K.C. (1993), "Intergenerational Relationships in Family Firms: The Effect of Leadership on Succession", *Family Business Review*, 6(3): 263-281.
- Sharma P. (2004), "An Overview of the Field of Family Business Studies: Current Status and Directions for Future", *Family Business Review*, 17(1): 1-36.
- Sharma P., Manikuttay S. (2005), "Strategic Divestments in Family Firms: Role of Family Structure and Community Culture", *Entrepreneurship Theory and Practice*, 29(3): 293-311.
- Shleifer A., Summers L.H. (1988), "Breach of Trust in Hostile Takeovers", in Auerbach A.J. (ed.), *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*, University of Chicago Press.
- Shleifer A., Vishny R.W. (1997), "A Survey of Corporate Governance", *The Journal of Finance*, 52: 737-783.

- Sifuna A.P. (2012), "Disclose or Abstain: The Prohibition of Insider Trading on Trial", *Journal of International Banking Law and Regulation*, 27, 9.
- Singell L. (1997), "Nepotism, Discrimination, and the Persistence of Utility-maximizing, Owner-operated Firms", *Southern Economics Journal*, 63: 904-920.
- Sirmon D.G., Hitt M.A. (2003), "Managing Resources: Linking Unique Resources, Management, and Wealth Creation in Family Firms", *Entrepreneurship Theory and Practice*, 27(4): 339-358.
- Smith B.F., Amoako-Adu B. (1999), "Management Succession and Financial Performance of Family Controlled Firms", *Journal of Corporate Finance*, 5(4): 341-368.
- Smith B.F., Amoako-Adu B. (2005), "Management Succession and Financial Performance of Family Controlled Firms", in Watson R. (ed.), *Governance and Ownership*, Elgar, Cheltenham.
- Smith N.R. (1967), *The Entrepreneur and His Firm: The Relationship Between Type of Man and Type of Company*, Michigan State University Press, East Lansing, MI.
- Solomon J. (2007), *Corporate Governance and Accountability*, Wiley & Sons, Chichester.
- Songini L. (2006), "The Professionalization of Family Firms: Theory and Practice", in Poutziouris P.Z., Smyrnios K.X., Klein S.B. (eds.), *Handbook of Research on Family Business*, Edward Elgar, Cheltenham-Northampton, MA.
- Sonnenfeld J. (1988), *The Hero's Farewell*, Oxford University Press, New York.
- Spisni M. (2000), "Net Economy e Stock Option: verso un nuovo modello di governance", in Perrini F. (ed.), *e-valuation: valutare le imprese internet*, McGraw-Hill, Milano.
- Sraer D., Thersmar D. (2004), "Performance and Behaviour of Family Firms: Evidence from the French Stock Market", *Working paper*.
- Stearns L.B., Mizruchi M.S. (1993), "Board Composition and Corporate Financing: The Impact of Financial Institution Representation on Borrowing", *Academy of Management Journal*, 36(3): 603-618.
- Steier L. (2000), "Next Generation Entrepreneurs and Succession: Modes and Means of Managing Social Capital", in Poutziouris P. (ed.), *Tradition or Entrepreneurship in the New Economy?*, Manchester Business School, Manchester.
- Steier L. (2001a), "Next-generation Entrepreneurs and Succession: An Exploratory Study of Modes and Means of Managing Social Capital", *Family Business Review*, 14(3): 259-276.
- Steier L. (2001b), "Family Firms, Plural Forms of Governance, and the Evolving Role of Trust", *Family Business Review*, 14(4): 353-367.
- Stein J.C. (1989), "Cheap Talk and the Fed: A Theory of Imprecise Policy Announcements", *The American Economic Review*, 79(1): 32-42.
- Stein J.C. (2002), "Information Production and Capital Allocation: Decentralized Versus Hierarchical Firms", *The Journal of Finance*, 57(5): 1891-1921.
- Stryker S. (1980), *Symbolic Interactionism: A Social Structural Version*, Benjamin/Cummings, Menlo Park, CA.
- Sundaramurthy C., Lewis M. (2003), "Control and Collaboration: Paradoxes of Governance", *Academy of Management Review*, 28: 397-415.

- Swogger G. (1991), "Assessing the Successor Generation in Family Businesses", *Family Business Review*, 4(4): 397-411.
- Tagiuri R., Davis J. (1996), "Bivalent Attributes of the Family Firm", *Family Business Review*, 9: 199-209.
- Teece D.J., Pisano G., Shuen A. (1997), "Dynamic Capabilities and Strategic Management", *Strategic Management Journal*, 18(7): 509-533.
- Thompson W.E., Streib G., Kosa J. (1960), "The Effect of Retirement on Personal Adjustment: A Panel Analysis", *Journal of Gerontology*, 15: 165-169.
- Thomsen S., Pedersen T. (2000), "Ownership Structure and Economic Performance in the Largest European Companies", *Strategic Management Journal*, 21(6): 689-705.
- Thornton P.H., Jones C., Kury K. (2005), "Institutional Logics and Institutional Change in Organizations: Transformation in Accounting, Architecture, and Publishing", *Research in the Sociology of Organizations*, 23: 127-172.
- Thornton P.H., Ocasio W. (1999), "Institutional Logics and the Historical Contingency of Power in Organizations: Executive Succession in the Higher Education Publishing Industry, 1958-1990", *American Journal of Sociology*, 105: 801-843.
- Tillman F.A. (1988), "Commentary on Legal Liability: Organizing the Advisory Council", *Family Business Review*, 1(3): 287-288.
- Tobin J. (1969), "A General Equilibrium Approach to Monetary Theory", *Journal of Money, Credit and Banking*, 1(1): 15-29.
- Trow D.B. (1961), "Executive Succession in Small Companies", *Administrative Science Quarterly*, 6: 228-239.
- Uhlener L.M., Meijaard J. (2004), "The Relationship Between Family Orientation, Organization Context, Organization Structure and Firm Performance", in Tomaselli S., Melin L. (eds.), *Family Firms in the Wind of Change*, IFERA Publications.
- Uhlener L.M., van Goor-Balk H.J.M., Masurel E. (2004), "Family Business and Corporate Social Responsibility in a Sample of Dutch Firms", *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 11(2): 186-194.
- Uhl-Bien M., Maslyn M. (2005), "Paternalism as a Form of Leadership: Differentiating Paternalism from Leader-member Exchange", *Working paper*.
- Uzzi B. (1999), "Social Relations and Networks in the Making of Financial Capital", *American Sociological Review*, 64: 481-505.
- Van den Berghe L.A.A., Carchon S. (2003), "Agency Relations Within the Family Business System: An Exploratory Approach", *Corporate Governance*, 11(3): 171-179.
- Varadarajan P.R., Ramanujam V. (1987), "Diversification and Performance: A Reexamination Using a New Two-Dimensional Conceptualization of Diversity in Firms", *The Academy of Management Journal*, 30(2): 380-393.
- Venanzi D., Morresi O. (2010), "Is family business beautiful? Evidence from Italian stock market", *Corporate Ownership & Control*, 7: 173-187.
- Villalonga B., Amit R. (2006), "How Do Family Ownership, Control and Management Affect Firm Value?", *Journal of Financial Economics*, 80(2): 385-417.



- Villalonga B., Hartman C. (2007), "The New York Times Co.", *Harvard Business School Case*.
- Voordeckers W., Gils A., Van den Heuvel J. (2007), "Board Composition in Small and Medium-sized Family Firms", *Journal of Small Business Management*, 45(1): 137-156.
- Wang Z., Xu Y. (2008), "Network Effects and Geographic Concentration of Industry", *Working paper*.
- Ward J.L. (1987), *Keeping the Family Business Healthy*, Jossey-Bass, San Francisco, CA.
- Ward J.L. (1988a), *Keeping the Family Business Healthy: How to Plan for Continuing Growth, Profitability, and Family Leadership*, Jossey-Bass, San Francisco, CA.
- Ward J.L. (1988b), "The Special Role of Strategic Planning for Family Businesses", *Family Business Review*, 1(2): 105-117.
- Ward J.L. (1991), *Creating Effective Boards for Private Enterprises: Meeting the Challenges of Continuity and Competition*, Jossey-Bass, San Francisco, CA.
- Ward J.L. (1997), "Growing the Family Business: Special Challenges and Best Practices", *Family Business Review*, 10(4): 323-337.
- Ward J.L. (2004), *Perpetuating the Family Business: 50 Lessons Learned from Long-lasting, Successful Families in Business*, Palgrave Macmillan, Houndmills, Basingstoke, Hampshire, New York.
- Ward J.L., Handy J.L. (1988), "A Survey of Board Practices", *Family Business Review*, 1(3): 289-308.
- Watts S. (2006), *The People's Tycoon: Henry Ford and the American Century*, Random House, New York.
- Westwood R., Chan A. (1992), "Headship and Leadership", in Westwood R. (ed.), *Organisational Behaviour: Southeast Asian Perspectives*, Longman, Hong Kong.
- Whinston M.D. (2003), "On the Transaction Cost Determinants of Vertical Integration", *The Journal of Law, Economics, and Organization*, 19(1): 1-23.
- Wiersema M. (1995), "Executive Succession as an Antecedent to Corporate Restructuring", *Human Resource Management*, 34(1): 185-202.
- Williamson O.E. (1981), "The Modern Corporation: Origins, Evolution, Attributes", *Journal of Economic Literature*, 19: 1537-1568.
- Wu W. (2008), "Dimensions of Social Capital and Firm Competitiveness Improvement: The Mediating Role of Information Sharing", *Journal of Management Studies*, 45(1): 122-146.
- Wu Z. (2001), "Altruism and the Family Firm: Some Theory", *Unpublished Economics Thesis*.
- Yen G.F. (1994), "A Study on the Problems of Organizational Growth of Family Business in Taiwan: Socio-cultural Aspects and the Phenomena of Autonomous Obstruction to Size", *Sun Yat-sen Management Review*, 2(4): 55-68.
- Zahra S.A. (2003), "International Expansion of US Manufacturing Family Businesses: The Effect of Ownership and Involvement", *Journal of Business Venturing*, 18(4): 495-512.
- Zahra S.A. (2005), "Entrepreneurial Risk Taking in Family Firms", *Family Business Review*, 18(1): 23-40.

- Zahra S.A., Filatotchev I., Wright M. (2009), "How Do Threshold Firms Sustain Corporate Entrepreneurship? The Role of Boards and Absorptive Capacity", *Journal of Business Venturing*, 24(3): 248-260.
- Zahra S.A., Hayton J.C., Salvato C. (2004), "Entrepreneurship in Family Vs. Non-Family Firms: A Resource-Based Analysis of the Effect of Organizational Culture", *Entrepreneurship Theory and Practice*, 28(4): 363-381.
- Zaleznik A., Kets de Vries M. (1985), *Power and the Corporate Mind*, Bonus, Chicago.
- Zellweger T.M., Astrachan J.H. (2008), "On the Emotional Value of Owning a Firm", *Family Business Review*, 4: 347-363.
- Zellweger T.M., Eddleston K.A., Kellermans F.W. (2010), "Exploring the Concept of Familiness: Introducing Family Firm Identity", *Journal of Family Business Strategy*, 1(1): 54-63.
- Zellweger T.M., Kellermans F.W., Chrisman J.J., Chua J.H. (2012), "Family Control and Family Firm Valuation by Family CEOs: The Importance of Intentions for Transgenerational Control", *Organization Science*, 23(3): 851-868.



