

L'impresa familiare: un reperto di antiquariato o una specificità istituzionale ?

Sandro Trento



DISA

**Dipartimento di Informatica
e Studi Aziendali**

2008/6

**L'impresa familiare:
un reperto di antiquariato o
una specificità istituzionale ?**

Sandro Trento



**UNIVERSITÀ DEGLI STUDI
DI TRENTO**

DISA WORKING PAPER

DISA Working Papers

The series of DISA Working Papers is published by the Department of Computer and Management Sciences (Dipartimento di Informatica e Studi Aziendali DISA) of the University of Trento, Italy.

Editor

Ricardo Alberto MARQUES PEREIRA ricalb.marper@unitn.it

Managing editor

Roberto GABRIELE roberto.gabriele@unitn.it

Associate editors

Flavio BAZZANA	flavio.bazzana@unitn.it	Finance
Michele BERTONI	michele.bertoni@unitn.it	Financial and management accounting
Pier Franco CAMUSSONE	pierfranco.camussone@unitn.it	Management information systems
Luigi COLAZZO	luigi.colazzo@unitn.it	Computer Science
Michele FEDRIZZI	michele.fedrizzi@unitn.it	Mathematics
Andrea FRANCESCONI	andrea.francesconi@unitn.it	Public Management
Loris GAIO	loris.gαιο@unitn.it	Business Economics
Umberto MARTINI	umberto.martini@unitn.it	Tourism management and marketing
Pier Luigi NOVI INVERARDI	pierluigi.noviinverardi@unitn.it	Statistics
Marco ZAMARIAN	marco.zamarian@unitn.it	Organization theory

Technical officer

Paolo FURLANI paolo.furlani@unitn.it

Guidelines for authors

Papers may be written in English or Italian but authors should provide title, abstract, and keywords in both languages. Manuscripts should be submitted (in pdf format) by the corresponding author to the appropriate Associate Editor, who will ask a member of DISA for a short written review within two weeks. The revised version of the manuscript, together with the author's response to the reviewer, should again be sent to the Associate Editor for his consideration. Finally the Associate Editor sends all the material (original and final version, review and response, plus his own recommendation) to the Editor, who authorizes the publication and assigns it a serial number.

The Managing Editor and the Technical Officer ensure that all published papers are uploaded in the international RepEc publication database. On the other hand, it is up to the corresponding author to make direct contact with the Departmental Secretary regarding the offprint order and the research fund which it should refer to.

Ricardo Alberto MARQUES PEREIRA

Dipartimento di Informatica e Studi Aziendali

Università degli Studi di Trento

Via Inama 5, TN 38100 Trento ITALIA

Tel +39-0461-882147 Fax +39-0461-882124

E-mail: ricalb.marper@unitn.it

L'impresa familiare: un reperto di antiquariato o una specificità istituzionale?

Sandro Trento

Gruppo Rock (Research on Organizations, Coordination and Knowledge)

<http://rock.cs.unitn.it>

Dipartimento di Informatica e Studi Aziendali

Università degli studi di Trento

Via Inama, 5 – 38100 TRENTO

sandro.trento@economia.unitn.it

Abstract

Secondo Alfred Chandler l'impresa familiare è un modello di controllo che via via è destinato a lasciare posto alla moderna grande impresa manageriale. La persistenza della natura familiare del capitalismo britannico sarebbe stata una delle cause del declino britannico per gran parte del novecento. In realtà, l'impresa familiare è una tipologia d'impresa molto diffusa in tutti i Paesi del mondo. L'impresa manageriale a proprietà diffusa invece è una tipologia presente quasi esclusivamente negli Stati Uniti, nel Regno Unito e in pochi altri paesi anglo-sassoni. L'impresa familiare rappresenta una versione della più generale categoria delle imprese a proprietà concentrata. I diversi tipi di governo societario dipendono dalle caratteristiche istituzionali dei vari Paesi e non è possibile affermare che l'impresa familiare sia destinata all'estinzione.

Vi sono varie ragioni che possono spiegare la diffusione di questa tipologia d'impresa: ragioni d'efficienza e ragioni legate a fattori culturali. Analisi empiriche recenti sembrano del resto evidenziare che le imprese familiari conseguono risultati migliori in termini di redditività rispetto alle imprese non familiari. Sembra rilevante la generazione e il ruolo della famiglia nella gestione dell'impresa. In Italia la proprietà e il controllo familiari sono prevalenti.

Keywords: family firms, models of corporate control, private benefits of control, ownership structure in Italy.

JEL classification: G3, L0, L2, P5.

Family Firm: an Antique or a Typical Model of Governance?

Abstract

According to Alfred Chandler, family firms were a model of corporate governance obsolete and to be progressively replaced by the modern large managerial corporation. The persistence of family capitalism in Britain was an obstacle to the second industrial revolution and a main reason for the British industrial decline during most of the XX century.

Today, however, family firms are a type of control widespread in most countries of the world. The large managerial corporation with dispersed ownership, on the contrary, is significantly present only in the Anglo-Saxon countries.

Family firm belongs to the more general case of concentrated ownership. The different model of corporate control that evolved in the various systems were strongly influenced by the institutional environment typical of each country and at the moment there is no evidence that family firms are a species risking extinction. The diffusion of family firms may be explained by efficiency reasons and cultural factors. There has been a recent increasing interest in the relative performance of family firms that seem to have superior results with respect to non family firms. The direct involvement of family members in the management of the firm and the presence of the founder seem to be relevant on the performance. In Italy family ownership is the most frequent model of control..

Keywords: family firm, models of corporate control, private benefits of control, ownership structure in Italy.

JEL classification: G3, L0, L2, P5.

1. Capitalismo familiare e modernizzazione

La maggior parte delle imprese nasce per iniziativa personale di uno o più individui, in alternativa le nuove imprese possono essere emanazioni di società già avviate. Le imprese personali sono spesso caratterizzate, nella fase di avvio, da natura familiare. Si reperiscono i primi fondi all'interno della famiglia e si prova a gestire l'iniziativa con l'aiuto di parenti e amici.

Questo era soprattutto vero nel corso della prima Rivoluzione industriale e nelle fasi di industrializzazione di quasi tutti i paesi.

Il capitalismo moderno, quello cioè che si afferma negli Stati Uniti alla fine del XIX e nei primi decenni del XX secolo e poi si diffonde in molti altri paesi, nel corso dei decenni successivi, è caratterizzato dalla grande impresa. La grande dimensione sorge anche perché i settori tipici della nuova rivoluzione industriale che ha luogo in quegli anni, sono caratterizzati da elevate economie di scala (acciaio, elettricità, ferrovie, chimica, etc.).

L'avvento della grande impresa comporta un mutamento profondo nell'organizzazione aziendale: le attività di controllo dei processi e di gestione delle attività operative assumono connotazioni molto complesse e vengono pertanto affidate sempre più a manager professionisti. Il capitale necessario per finanziare le imprese diventa del resto molto più ingente e in effetti, si sviluppano, in quei decenni, mercati finanziari adeguati al finanziamento delle grandi imprese. I soggetti che gestiscono l'impresa non necessariamente hanno i capitali per finanziare il progetto imprenditoriale e si rivolgono quindi a investitori esterni. Questi investitori (azionisti) per ripartire il rischio diversificano i loro portafogli in azioni di numerose società. Si riduce pertanto l'incentivo per ciascun azionista a seguire con attenzione l'andamento della gestione delle singole società nelle quali ha investito. I manager di professione finiscono per avere sempre più autonomia e diventano liberi di fissare le strategie aziendali, emancipandosi dalla sorveglianza dei proprietari-azionisti.

A. Berle e G. Means in un volume del 1932, oramai considerato un classico, *The Modern Corporation and Private Property*, descrivono questo processo sottolineando il fatto che le moderne grandi imprese statunitensi si caratterizzano per la "separazione tra proprietà e controllo". Sempre più spesso, in altri termini, i proprietari (azionisti) si trasformano in investitori interessati al rendimento del capitale investito, sia sotto forma di dividendi annuali sia sotto l'aspetto della crescita del valore capitale (crescita della quotazione delle azioni per quanto riguarda le società quotate in Borsa), e sempre più sono i manager coloro che esercitano il controllo sulla gestione dell'impresa, che hanno cioè la titolarità delle decisioni rilevanti per la vita dell'azienda.

Per lungo tempo questo modello di impresa moderna, incentrata sulla diffusione della proprietà tra un numero elevato di piccoli azionisti, privi del controllo affidato a manager di professione ha rappresentato l'archetipo, l'ideal-tipo della grande impresa contemporanea.

Alfred Chandler (1977), ad esempio, considera il modello statunitense della grande impresa come la pietra di paragone della modernizzazione industriale e analizza i modelli di altri paesi per spiegarne l'"anomala" affermazione. Vi sarebbe un percorso naturale di evoluzione dell'impresa, che nasce personale, diventa familiare e gradualmente evolve da un'organizzazione personale-imprenditoriale verso uno schema manageriale, con l'adozione di una struttura multi-divisionale che rappresenterebbe il pieno sviluppo dell'impresa capitalistica moderna.

In *Scale and Scope* (1990) Chandler descrive in particolare il capitalismo personale britannico, causa, a suo avviso, del declino dell'industria britannica nel XX secolo. Le imprese britanniche sono più piccole di quelle statunitensi: solo circa 50 delle principali aziende britanniche tra il 1930 e il 1948 sarebbe rientrata nella lista delle 200 più grandi aziende statunitensi. La maggior parte delle imprese britanniche, osserva Chandler, sono gestite personalmente (*personally managed*) questo sia perché gestite effettivamente dalle famiglie controllanti sia perché gestite secondo uno stile "personalistico". Chandler descrive tre tipi di governo d'impresa: a) personale, cioè governo senza una gerarchia manageriale estesa; b) governo imprenditoriale o familiare, cioè gestite dal fondatore o dalla famiglia c) impresa manageriale, dove i dirigenti non alcuna connessione con il fondatore o con la sua famiglia e hanno nessuna o minime partecipazioni azionarie nel capitale

dell'impresa. Ciò che caratterizza le grandi imprese britanniche, rispetto a quelle statunitensi ma anche a quelle tedesche, è il persistere del coinvolgimento diretto delle famiglie controllanti nella loro gestione e la diffusione di modelli personalistici, cioè l'assenza di articolate strutture manageriali e questo per lungo tempo anche nel secondo dopoguerra. Nelle imprese britanniche, osserva Chandler, il top management lavora fisicamente insieme, in poche stanze dello stesso edificio, la giornata lavorativa è caratterizzata da contatti personali continui tra i top managers, spesso non esiste una mappa della struttura gerarchica aziendale e il top management viene assorbito da attività che, nelle moderne *corporations* statunitensi, sono svolte dal "middle management". La struttura proprietaria e organizzativa (personale e familiare) della Gran Bretagna ostacola l'affermarsi dei nuovi settori emergenti alla base della seconda Rivoluzione industriale: chimica, meccanica, macchinari elettrici, ma anche industria alimentare moderna (cibo in scatola, bevande, grande distribuzione, etc.). Nessuna azienda alimentare in Gran Bretagna raggiunge le dimensioni delle statunitensi Heinz, Del Monte o Campbell Soup. L'industria britannica in altre parole perde via via la sua competitività perché non riesce ad approfittare pienamente dei nuovi metodi di produzione fondati sull'elettrificazione e sulle catene di montaggio tayloristiche, collegate a nuovi sistemi di distribuzione di massa e all'avvento di una potente azione di promozione e pubblicità.

L'impresa familiare sembra quindi rappresentare nella visione di studiosi statunitensi come Chandler ma anche David Landes un modello adatto alle fasi iniziali dell'avventura imprenditoriale ma inadeguato a sostenere lo sviluppo di moderni gruppi industriali.

Questa visione in verità permane per lungo tempo. Spesso gli studiosi americani soffrono di un difetto di prospettiva: ritengono cioè che i modelli prevalenti negli Stati Uniti siano i modelli "generali" e che i modelli di altri paesi siano delle particolarità, dei *curiosum*.

In anni più recenti vari contributi hanno messo in discussione l'idea che l'impresa a proprietà diffusa (la cosiddetta *public company*) gestita da manager di professione e priva di azionisti di riferimento fosse il modello prevalente nel mondo. La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1999) in un lavoro comparativo sugli assetti proprietari delle imprese mostrano come il modello prevalente nel mondo sia quello della proprietà concentrata. In gran parte dei Paesi, la proprietà delle imprese (piccole ma anche grandi) è concentrata nella mani di pochi grandi azionisti che hanno un ruolo attivo nel controllo e nella gestione dell'azienda, in contrasto quindi con la visione di Berle e Means che i managers siano liberi e non sorvegliati. La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer analizzano la struttura proprietaria delle 20 più grandi società quotate e di alcune imprese più piccole in 27 paesi avanzati. Le principali modalità di controllo sono costituite da sei fattispecie: proprietà diffusa; controllo familiare; controllo statale; controllo da parte di un'istituzione finanziaria; controllo incrociato (da parte di un'altra impresa); misto. Con riferimento alle sole grandi imprese (quelle quindi che con maggiore probabilità dovrebbero essere a proprietà diffusa) i risultati dell'indagine mostrano che nei 27 Paesi considerati (che includono quasi tutti i paesi dell'Europa occidentale, Giappone, Stati Uniti, Australia, Nuova Zelanda e altri) solo il 36 per cento delle imprese può essere catalogata come a proprietà diffusa; il 30 per cento è costituito da imprese familiari; il 18 per cento da imprese a controllo statale e il restante 15 per cento si divide tra le altre tipologie.

Quindi solo un terzo delle imprese più grandi dei 27 Paesi più ricchi del mondo è a proprietà diffusa e questo significa che l'idea di Berle e Means secondo cui la *public company* è il modello prevalente è a dir poco imprecisa.

Negli Stati Uniti 16 su 20 e nel Regno Unito 20 su 20 rientrano nella tipologia a proprietà diffusa e questo conferma l'idea che la *public company* sia un modello di governo d'impresa peculiare di certi contesti istituzionali.

La questione, pertanto, non è come mai, a differenza degli Stati Uniti, gli altri Paesi non hanno imprese manageriali a proprietà diffusa ma semmai è: come mai i Paesi anglo-sassoni hanno quest'ultimo tipo di imprese che sembrano essere, queste sì, un caso particolare.

La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer utilizzando una serie di variabili istituzionali come variabili esplicative giungono al risultato che la diffusione della proprietà è più probabile nei paesi nei quali ci sono normative più stringenti a protezione degli azionisti di minoranza.

Nel 69 per cento dei casi analizzati da La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer inoltre nelle imprese a controllo familiare i proprietari hanno direttamente anche funzioni manageriali.

Le imprese familiari in realtà sono diffuse in tutto il mondo. Basta considerare che sono imprese familiari gruppi come Wal-Mart, Motorola e Ford negli Stati Uniti; Samsung, Hyundai e LG in Corea; Carrefour, Michelin e Peugeot-Citroën in Francia; Fiat e Benetton in Italia; BMW in Germania.

Nel 71 per cento delle imprese a controllo familiare inoltre non sono presenti altri azionisti rilevanti.

Faccio e Lang (2002) analizzano un campione di 5.232 imprese in 13 Paesi dell'Europa occidentale e giungono alla conclusione che l'impresa familiare è il modello più diffuso in Europa (44,29 per cento dei casi), seguito dal modello a proprietà diffusa (36,93 per cento). L'impresa familiare è molto più diffusa nell'Europa continentale, mentre il modello della proprietà diffusa è più presente nel Regno Unito (63,08 per cento) e in Irlanda (62,32 per cento). La percentuale più bassa di imprese a proprietà diffusa si riscontra in Germania (10,37 per cento), in Austria (11,11 per cento) e in Italia (12,98 per cento).

Sono imprese familiari il 64,82 per cento delle imprese in Francia, il 64,62 per cento in Germania, il 60,34 in Portogallo, il 59,61 in Italia contro il 23,68 nel Regno Unito e il 24,63 per cento in Irlanda.

Di fronte a questi dati è difficile affermare che esista un unico processo evolutivo dei modelli di governo delle imprese che dall'impresa personale passa a quella familiare per poi arrivare alla *public company* manageriale.

2. Le varietà di capitalismo

I modelli di controllo delle imprese differiscono, in effetti, a seconda dei sistemi istituzionali. Nei paesi anglo-sassoni si registra un'ampia diffusione delle quote proprietarie delle imprese, soprattutto di quelle più grandi, e una notevole autonomia dei managers nella gestione delle imprese stesse; rilevante è inoltre la presenza di investitori istituzionali nella proprietà delle imprese. La diffusione della proprietà in questi paesi è favorita da norme e da pratiche giurisprudenziali che tutelano i diritti degli azionisti. La separazione tra proprietà e controllo genera, in questi paesi, forti conflitti tra il management e gli azionisti. I managers, che controllano l'impresa, infatti perseguono spesso anche obiettivi personali: potere, prestigio personale e finalità di carriera. Gli azionisti possedendo ciascuno quote trascurabili del capitale dell'azienda avranno poco e nessun incentivo a sorvegliare attivamente il comportamento dei managers. La sorveglianza attiva infatti è costosa, si tratta di reperire informazioni sulle scelte di chi gestisce l'impresa (sui managers), sul posizionamento competitivo dell'impresa, e così via. Ognuno dei migliaia di piccoli azionisti, che detiene una quota minuscola del capitale dell'impresa, seguirà comportamenti opportunistici: lui in prima persona non vorrà sostenere i costi della sorveglianza attiva ma spererà che qualcuno dei suoi colleghi lo faccia al posto suo (*free riding*). Questa passività dell'azionariato comporta dei rischi. Gli azionisti di un'impresa a proprietà diffusa rischiano innanzitutto di non ricevere un rendimento adeguato sul capitale investito ma possono subire vere e proprie espropriazioni di valore (da parte dei managers), che possono condurre al fallimento dell'azienda e alla perdita completa del capitale investito. I managers che gestiscono l'impresa infatti possono utilizzare le risorse aziendali per investimenti che non sono nell'interesse dell'impresa (e quindi dei proprietari) ma soprattutto nel loro interesse. I piccoli azionisti possono però tutelare i loro diritti in sede giurisdizionale. Il mercato del controllo societario (*market for corporate control*), molto sviluppato nei paesi anglo-

sassoni, rappresenta un meccanismo che si aggiunge alla tutela giudiziaria quale strumento per assicurare la sanzione del comportamento inefficiente dei managers. Per punire il management inefficiente gli azionisti possono infatti vendere le loro azioni a un nuovo controllante, anche contro la volontà del management in carica (come accade nel caso di scalate ostili) e il cambio di controllo potrà comportare la sostituzione (licenziamento) del management con nuovi e più capaci dirigenti.

Nel resto del mondo (ad esempio, in Europa continentale, in Giappone e in altri paesi asiatici) la proprietà delle aziende è concentrata nelle mani di azionisti di riferimento che possono essere individui (o famiglie), istituzioni finanziarie o lo Stato. L'azionista di riferimento avendo il controllo formale dell'azienda ha il potere e l'interesse a sorvegliare con attenzione il management. In alcuni paesi come la Germania o il Giappone le banche affiancano gli azionisti di riferimento e svolgono una funzione di sorveglianza sui soggetti che gestiscono l'impresa. Alla sanzione ex post tipica del sistema anglo-sassone (la scalata ostile) si contrappongono, nei sistemi continentali, meccanismi di controllo ex ante come quello esercitato dall'azionista di riferimento e/o dalle banche. Il problema è che nelle aziende con azionisti di riferimento (famiglie o individui) il management difficilmente è indipendente dalla proprietà. Anzi spesso i membri della famiglia proprietaria assumono ruoli gestionali e comunque i manager devono godere della fiducia dell'azionista di riferimento che sicuramente controlla il Consiglio di amministrazione. Si parla in questi casi di "capitalismo relazionale" proprio perché sono le relazioni anche personali (tra azionisti di riferimento e managers; tra managers e finanziatori; tra managers e lavoratori e così via) quelle che incidono sul governo delle imprese.

In generale, se nella grande impresa anglo-sassone il conflitto è tra "manager forti e azionisti deboli", nelle imprese degli altri paesi, il conflitto principale è quello tra azionisti di maggioranza e azionisti di minoranza, tenuto conto del fatto che molto spesso il management è espressione degli azionisti di maggioranza. Molto di frequente gli azionisti di riferimento sono rappresentati da individui legati da vicoli di parentela: le famiglie.

Si tratta quindi di modelli distinti (sistemi di mercato e sistemi relazionali), frutto dell'evoluzione storica e di diversità istituzionali che riguardano, come già osservato, gli ordinamenti giuridici e il modo di funzionare dei tribunali, le diversità nelle istituzioni finanziarie, le interazioni tra sistema politico e mondo delle imprese; il grado di indipendenza della stampa e dei mass media.

In ambedue i sistemi esistono rischi che i soggetti controllanti (manager o azionisti di riferimento) si impossessino in misura eccessiva di "benefici privati" (cfr. oltre) a danno degli altri soggetti che hanno interessi coinvolti nell'impresa (azionisti, azionisti di minoranza, lavoratori).

Non è tuttavia possibile stabilire, in generale, se un sistema sia migliore dell'altro. Non vi è prova al momento che uno dei due modelli di governo societario assicuri necessariamente risultati superiori all'altro. Sono molte le variabili, del resto, che andrebbero considerate per fare una comparazione completa: redditività di breve termine; redditività di lungo termine; crescita dimensionale; capacità innovativa; flessibilità organizzativa e rapidità decisionale; modelli di gestione delle risorse umane; formazione della forza lavoro; e così via.

Non sembra al momento che si possa affermare che, a parità di condizioni, la *public company* sia migliore dell'azienda familiare o del gruppo a proprietà concentrata sotto tutti i profili e viceversa.

La visione chandleriana di un processo evolutivo che considera l'impresa familiare come una tappa iniziale nel ciclo di vita delle imprese è forse destituita di fondamento.

3. Il modello di controllo delle imprese familiari

Nelle grandi imprese a proprietà diffusa il problema più rilevante – come è stato argomentato nel paragrafo precedente - è legato all'assenza di soggetti che si facciano carico della sorveglianza

attiva di chi gestisce l'impresa (i manager di professione) e questo potrebbe condurre ad abusi da parte di chi controlla (gestisce) l'impresa. Negli Stati Uniti è molto importante, l'azione legale a difesa degli azionisti. In particolare sono rilevanti le *class-action suits* e i *derivative suits*: con questi strumenti gli azionisti si organizzano e ricorrono legalmente contro il management che ha abusato delle risorse aziendali (*class action*) o cercano di coagulare delle maggioranze alternative (di azionisti) per modificare alcune decisioni strategiche prese dal management.

I Consigli di amministrazione in linea teorica dovrebbero avere anch'essi una funzione di supervisione della gestione del top management e questo sia nei sistemi anglo-sassoni sia in quelli a proprietà concentrata. Negli Stati Uniti, come in molti paesi europei a proprietà concentrata, però, il presidente del Consiglio di amministrazione è anche un top manager, un CEO (Chief executive officer), e questo fa sì che sia forte l'influenza e il controllo del management sul Consiglio stesso che finisce per perdere indipendenza. Nell'impresa familiare il Consiglio di amministrazione è tipicamente in prevalenza composto da membri della famiglia, alcuni dei quali ricoprono anche le funzioni di Presidente e di Amministratore delegato. Il Consiglio finisce per essere controllato quasi totalmente dalla famiglia controllante. Da un lato, questo potrebbe significare che essendo presenti nel Consiglio gli azionisti di riferimento (la famiglia) i manager sono sottoposti a una sorveglianza continua e quindi minori saranno i rischi di abusi. Il punto però è che la distinzione tra management e proprietà nelle aziende familiari è molto labile: il management è espressione diretta della famiglia o direttamente (con membri della famiglia) o indirettamente, perché scelto dalla famiglia sulla base di comprovate doti di affidabilità.

Nell'impresa familiare quindi il problema più rilevante è quello del rischio di collusione tra proprietà e management. Nelle imprese a proprietà concentrata, in generale, vi sono rischi di abuso proprio da parte degli azionisti di maggioranza a scapito di quelli di minoranza: i proprietari controllanti in altre parole possono sfruttare informazioni private per estrarre rendite dall'impresa e beneficiarne personalmente, sia ad esempio con forme di transazione con altre aziende di loro proprietà (*self dealing*), sia in termini di carriera e potere personale.

Va però distinto il caso di un controllo familiare totalitario da quello diluito: nel primo caso essendo la famiglia l'unica proprietaria non avrà modo di danneggiare altri azionisti e quindi di fatto si è in una situazione di non separazione tra proprietà e controllo.

Nel caso in cui la famiglia detiene solo una parte del capitale dell'azienda si possono porre i conflitti descritti.

Tipicamente nei paesi nei quali prevale la proprietà concentrata, si utilizzano una serie di strumenti per consentire di esercitare il controllo anche con quote azionarie limitate. Il primo è quello del "gruppo piramidale", che mediante una catena di controllo (più o meno lunga) consente di moltiplicare il potere di controllo a parità di capitale investito.

Il gruppo in realtà svolge varie funzioni. Accresce la possibilità di controllare un vasto numero di società con un limitato capitale azionario investito. Consente inoltre di realizzare un mercato interno dei capitali e di spostare quindi liberamente risorse finanziarie da una società ad un'altra e per questa via consente forme di elusione fiscale. La complessità e l'opacità delle strutture piramidali può agevolare le transazioni in conflitto di interesse (*self dealing*) i soggetti controllanti del gruppo A possono ad esempio stipulare un contratto tra il gruppo A e la società B (da loro stessi controllata magari con una partecipazione pari al 100 per cento del capitale) per la fornitura di input o di semilavorati o di servizi a prezzi superiori a quelli di mercato, con loro beneficio privato e con danno per gli azionisti di minoranza del gruppo A.

Altri strumenti utilizzati per consolidare o accrescere il potere di controllo degli azionisti di riferimento possono essere i "patti di sindacato" mediante i quali più soggetti (parenti o meno) si impegnano, ad esempio, a coordinare le loro decisioni di voto nelle assemblee e nei Consigli di amministrazione della società; oppure si impegnano a non cedere le loro quote azionarie a soggetti terzi senza prima aver avuto l'assenso da parte degli altri membri del patto stesso. In vari paesi sono diffuse anche le azioni a voto multiplo o con diritti speciali. Tutti questi strumenti rafforzano i

soggetti controllanti (*entrenchment*) e riducono le opportunità di ricambio della proprietà anche in caso di cattiva gestione dell'azienda stessa.

4. I benefici privati del controllo

La completa dispersione della proprietà richiede regole a tutela degli azionisti di minoranza e tribunali efficienti in grado di applicare con rapidità quelle stesse norme ma è importante anche che i benefici privati del controllo non siano troppo elevati. Dove i benefici privati del controllo sono alti anche i rischi per i piccoli azionisti di essere espropriati sono molto significativi. Se i benefici privati del controllo sono cospicui, pertanto, difficilmente si ha la dispersione azionaria e la piena contendibilità del controllo. Sarà molto difficile trovare azionisti disposti ad acquisire quote di minoranza del capitale dell'impresa proprio perché vi è un'elevata probabilità di subire abusi da parte di chi controlla l'impresa. D'altra parte, il controllante sarà molto riluttante ad aprire il capitale dell'impresa e a vendere quote azionarie perché teme di perdere il controllo stesso e con esso gli elevati benefici privati di cui si appropria. Nei sistemi nei quali i benefici privati sono elevati i controllanti preferiscono preservare la concentrazione della proprietà per tutelare i loro benefici privati stessi. I trasferimenti di controllo avranno natura consensuale e il prezzo di cessione incorporerà un premio che approssima il valore dei benefici privati trasferiti anch'essi.

Cosa sono esattamente i benefici privati?

Quelli di più facile misurazione sono i cosiddetti "perks" cioè i privilegi di cui gode chi governa l'impresa: dalla possibilità di far acquistare all'azienda costosi aerei personali all'utilizzo libero della carta di credito aziendale. Ma questi naturalmente sono poca cosa. I veri benefici fanno riferimento da un lato, alle opportunità di fare transazioni vantaggiose (per il controllante ma non per l'azienda) tra l'azienda che si governa e società di proprietà personale del controllante. Ma un nodo cruciale riguarda lo status che il fatto di essere alla guida di un'impresa, soprattutto se grande, conferisce. Chi controlla una grande impresa entra a pieno titolo a far parte dell'establishment del Paese in cui vive, e questo è tanto più vero nei sistemi di capitalismo relazionale, dove il ricambio alla guida delle grandi imprese è molto più contenuto rispetto ai paesi anglosassoni. I benefici privati sono costituiti anche dal potere di incontrare i politici, di scambiare favori con il potere politico, anche solo assumere qualcuno raccomandato da un ministro o da un deputato. Sono benefici privati la possibilità di trasferire il carico fiscale dalla holding personale alle aziende controllate o la possibilità di costruire relazioni dirette con le banche per avere credito a condizioni più favorevoli. E' un beneficio privato l'accesso ai mass media, così come lo è il poter dare lavoro a parenti con poco talento.

L'ammontare di benefici privati dei quali può appropriarsi il controllante dipendono, come già detto, dalle norme a tutela degli azionisti di minoranza e dal loro *enforcement* ma più in generale, dipendono dal grado di concorrenza sul mercato dei prodotti al quale è sottoposta l'impresa: meno forte è la pressione concorrenziale più è facile per il controllante seguire i propri obiettivi personali anche a costo di inefficienze gestionali scaricate sull'impresa. Anche il tipo di stampa e di mass media esistenti in un Paese è un elemento che incide sulla possibilità di appropriarsi di benefici privati ai danni degli altri azionisti. Una stampa indipendente dal potere economico può sorvegliare con maggiore attenzione e denunciare condotte espropriative da parte di questo o quel controllante e quindi avere un impatto sui benefici privati di cui i controllanti possono appropriarsi. La determinazione con la quale le autorità fiscali applicano le regole contro l'evasione fiscale può influire sulla possibilità di distrarre risorse aziendali per perseguire finalità personali da parte dei soggetti controllanti e quindi sui benefici privati.

Alcuni studiosi hanno provato a stimare i benefici privati sulla base di metodi alternativi. Una prima stima basata sul valore dei diritti di voto connessi con il pacchetto di controllo calcolato come differenza tra il prezzo di classi di azioni con diversa intensità del potere di voto (Nenova 2003). Il secondo si basa invece sulla stima del premio al controllo che viene pagato quando si acquista il

pacchetto di controllo (Dyck e Zingales, 2004). Le due metodologie sono state applicate a operazioni di trasferimento del controllo di imprese appartenenti rispettivamente a 18 e a 39 paesi avanzati e in via di sviluppo. Mentre i paesi anglosassoni sembrano evidenziare bassi benefici privati, in ambedue le ricerche, l'Italia evidenzia elevati benefici privati, anche rispetto ad altri paesi a proprietà concentrata.

5. Peculiarità e funzione dell'impresa familiare

L'impresa familiare è un modello che rientra nel caso più generale della proprietà concentrata ed è diffuso in tutti i Paesi; l'impresa familiare non sembra rappresentare una fattispecie destinata all'estinzione (per ora).

Ma allora quali sono i motivi che possono spiegare l'emergere di questo modello d'impresa?

La grande diffusione dell'impresa familiare in pressoché tutti i sistemi economici non collettivistici è riconducibile, secondo una certa visione, al fatto che essa assicurerebbe un vantaggio comparato all'impresa. Ci sarebbero quindi delle ragioni di efficienza che spiegherebbero la nascita delle imprese familiari.

Innanzitutto, l'impresa familiare può essere considerata come una soluzione istituzionale tipica di paesi nei quali le infrastrutture legali sono deboli. In particolare, dove l'ordinamento legale e soprattutto il sistema giudiziario sono meno sviluppati e più inefficienti la regolazione delle relazioni economiche mediante contratti risulta più difficile (Bertrand e Schoar, 2006). In questo genere di sistemi economici, gli operatori hanno livelli di fiducia reciproca bassi e allora i legami familiari possono rappresentare uno strumento alternativo alle relazioni contrattuali. Nell'Europa medievale i mercanti genovesi inviavano tipicamente i figli o altri parenti nei porti e nelle principali città del Mediterraneo quali loro agenti plenipotenziari costruendo vere e proprie reti commerciali internazionali gestite mediante legami familiari. Non ci si fidava di affidare ingenti somme di denaro a soggetti estranei che una volta arrivati nel porto straniero avrebbero potuto dilapidare il capitale per finalità personali. In tempi nei quali non esistevano procedure di "estradizione" dei criminali e i sistemi giuridici erano ancora rudimentali si preferiva ricorrere a parenti per gestire iniziative economiche. Questo genere di problematiche si pone oggi in molti paesi in via di sviluppo ma non solo.

Se si considerano le normative a tutela degli investitori si osserva una significativa diversità nel grado di protezione assicurato nei vari paesi. Secondo Burkart, Panunzi e Shleifer (2003) il controllo familiare su un'impresa può svolgere, in alcuni paesi, una funzione di sostituzione delle tutele per gli investitori. Nei sistemi nei quali le tutele per gli investitori sono insufficienti è particolarmente gravosa la condizione dei soci di minoranza e viceversa sono molto elevati i benefici privati dei quali può impossessarsi il socio di maggioranza. In presenza di benefici privati cospicui il fondatore di un'impresa posto di fronte all'alternativa tra lasciare ai propri figli quote di proprietà non di controllo o tramandare direttamente il controllo dell'azienda sceglierà questa seconda soluzione. Trasferendo il controllo dell'impresa ai propri figli o familiari assicurerà loro gli alti benefici privati oltre che il semplice patrimonio rappresentato dal valore di mercato delle quote di proprietà dell'azienda.

Va osservato tuttavia che in questo caso la proprietà familiare sebbene garantisca effetti positivi per la famiglia stessa, non è una soluzione desiderabile dal punto di vista sociale se il controllo è un mezzo per sottrarre risorse ai soci di minoranza.

Un'altra spiegazione della diffusione delle imprese familiari è quella che fa riferimento alla loro maggiore "pazienza". La proprietà familiare sarebbe caratterizzata da un orizzonte temporale molto più lungo rispetto alla proprietà anonima diffusa. Le aziende a proprietà diffusa (*public companies*) sono infatti gestite da manager di professione che avrebbero un approccio alla gestione aziendale molto orientato al rendimento di breve termine al fine ad esempio di ridurre il rischio di essere oggetto di scalate ostili. Questa miopia manageriale può comportare la rinuncia ad azioni

necessarie per l'azienda ma il cui risultato è differito nel tempo: si pensi a progetti ricerca tecnologica particolarmente ambiziosi e lunghi. L'impresa familiare invece non essendo sottoposta al pericolo di essere scalata può prendere decisioni destinate a massimizzare il valore dell'impresa nel medio-lungo termine. L'impresa familiare è in effetti un'organizzazione economica pluri-generazionale caratterizzata da stabilità nel controllo che può favorire decisioni di investimento a lunga scadenza che un'impresa manageriale non potrebbe prendere. Si parla infatti delle imprese familiari come di "imprese dinastiche" nelle quali la funzione di utilità del proprietario-imprenditore corrente tiene conto anche delle generazioni future che dovranno ereditare il controllo.

Un altro argomento che spesso viene utilizzato per sottolineare i vantaggi derivanti dalla proprietà familiare è quello che riguarda i talenti imprenditoriali. L'idea è che la trasmissione del sapere imprenditoriale sia più agevole all'interno della famiglia del fondatore dell'impresa piuttosto che a favore di un manager esterno alla famiglia. L'erede, in altre parole, se non altro per ragioni di prossimità apprenderebbe l'arte di gestire l'azienda direttamente dall'imprenditore, magari essendo coinvolto in attività operative anche in giovane età. Il punto è ovviamente delicato. Non è facile stabilire in che misura il talento imprenditoriale sia innato o si acquisisca tramite investimenti in capitale umano e tramite esperienza; ancor meno chiaro è se gli *animal spirits* siano trasmissibili per via genetica.

La famiglia svolge senza dubbio una funzione di raccolta e allocazione di risorse finanziarie, particolarmente importante in sistemi economici nei quali il mercato e gli intermediari finanziari sono poco sviluppati. Dove c'è sottosviluppo finanziario infatti è difficile reperire i capitali necessari per avviare un progetto d'impresa, diventa essenziale, allora, poter contare sulle risorse familiari. I legami familiari consentono in simili situazioni non solo di mettere in comune le risorse ma anche di risparmiare sui costi di gestione dell'azienda assegnando le cariche operative a membri della famiglia più propensi ad accontentarsi di remunerazioni più basse visto il coinvolgimento diretto nell'impresa stessa.

Vi è un altro aspetto di peculiarità che riguarda i rapporti privilegiati tra le imprese familiari e il potere politico. Può infatti accadere che alcuni membri della famiglia controllante scelgano di perseguire una carriera politica e per questa strada poi forniscano aiuti all'azienda familiare. In generale, la stabilità del controllo tipica delle aziende a proprietà familiare, le rende partner ideali per accordi tra potere politico e potere economico. Dal punto di vista dei politici è preferibile concedere aiuti a imprese che hanno orizzonti temporali lunghi, e i cui proprietari tendono, appunto, a restare al comando per lungo tempo piuttosto che accordarsi con imprese manageriali, ad alto ricambio nella *governance*, che poi magari non potranno restituire il favore. Questi legami, queste connessioni con i politici, molto più diffusi in Paesi con corruzione diffusa, si trasformano in aiuti e sussidi politici, in accesso privilegiato al credito, in contratti per la fornitura alla Pubblica amministrazione, in normative e regolamentazioni favorevoli (Morck, Stangeland e Yeung, 2000; Faccio, 2006). Le più agevoli connessioni politiche possono generare maggiori benefici privati per la famiglia controllante ma possono essere socialmente poco desiderabili (inefficienti) se consentono il trasferimento di risorse a imprese (familiari) inefficienti.

6. Legami familiari e imprese: l'altra faccia della medaglia

La proprietà familiare può, tuttavia, essere interpretata non solo come una soluzione efficiente in determinati contesti, come abbiamo appena visto, ma come il frutto di norme predeterminate. I valori familiari possono, in questo caso, interferire con il perseguimento dell'efficienza nella gestione dell'azienda. Il proprietario-imprenditore di un'impresa familiare può avere tra i suoi obiettivi non solo il profitto ma anche il benessere dei propri figli e dei propri parenti, possono crearsi situazioni nelle quali il perseguimento dei due obiettivi genera contrasti e conflitti d'interesse a scapito dell'impresa stessa.

Il nepotismo è uno dei primi rischi che possono emergere da forti legami famigliari. Nella scelta dei dirigenti con cariche operative il fondatore può lasciarsi guidare dagli affetti e preferire propri famigliari al posto di più capaci manager assunti dall'esterno. Scelte di questo genere avrebbero effetti negativi sul governo dell'impresa sia per la minore competenza di chi ha l'onere di prendere le decisioni operative sia per i disincentivi che il nepotismo genera su tutta la struttura organizzativa (Caselli e Gennaioli, 2003). I dipendenti dell'azienda, infatti, di fronte a scelte di promozione basate sul nepotismo potrebbero considerare chiusi i loro percorsi di carriera e quindi impegnarsi meno nel lavoro.

Le imprese famigliari, come abbiamo visto, sono definite "imprese dinastiche" cioè imprese nelle quali il soggetto o i soggetti controllanti hanno funzioni obiettivo che tengono conto anche degli interessi dei famigliari delle generazioni future (figli e nipoti). Questo aspetto svolge, come abbiamo osservato prima, una funzione positiva perché conferisce all'impresa un'ottica di lungo periodo. D'altro lato, vi è la possibilità che proprio l'obiettivo di preservare "a tutti i costi" l'azienda in mani famigliari possa limitare le occasioni di sviluppo dell'impresa stessa.

Possono presentarsi in altri termini situazioni nelle quali l'impresa può avere un'opportunità di crescere dimensionalmente, magari acquisendo un concorrente o semplicemente perché le vendite di un nuovo prodotto stanno andando molto bene. In queste situazioni, si impone spesso all'impresa una discontinuità: va modificata la struttura organizzativa per consentire il salto dimensionale. La vecchia struttura famigliare con molti incarichi in poche mani "fidate" deve via via lasciare posto a un modello organizzativo più articolato. Col crescere della dimensione nasce l'esigenza di dotarsi di nuove funzioni aziendali (area finanza, area marketing, area logistica etc.) che, magari, fino ad allora non erano necessarie e la rete famigliare può non essere più sufficiente per coprire queste posizioni di responsabilità.

Di fronte alle opportunità di accrescimento dimensionale può porsi, del resto, un problema di risorse finanziarie. Le risorse della famiglia possono non essere più sufficienti e può diventare necessario procacciarsi nuovi capitali, aprendo, ad esempio, il capitale a nuovi soci non appartenenti alla famiglia controllante. In alcuni casi la crescita dimensionale può richiedere risorse tali da rendere indispensabile la cessione del controllo a nuovi soggetti. In queste situazioni i legami famigliari possono rappresentare una barriera alla crescita dell'impresa: il controllante può rinunciare alle occasioni di ampliamento dell'azienda, a investimenti particolarmente rischiosi ma anche promettenti, per evitare il rischio di perdere il controllo.

7. Proprietà e controllo delle imprese in Italia

Vale la pena analizzare brevemente le caratteristiche del capitalismo italiano sotto il profilo degli assetti proprietari e dei modelli di controllo. Va osservato innanzitutto che il nostro sistema produttivo presenta una struttura dimensionale nella quale prevalgono le piccole imprese: secondo i dati Istat, nel 2004 il 94,9 per cento delle imprese in Italia (in termini assoluti si tratta di 3.991.336 imprese) aveva tra 1 e 9 addetti; questa stessa categoria di imprese occupava il 47,8 per cento degli addetti totali, mentre le 3.199 imprese più grandi (quelle con oltre 250 addetti) avevano un peso sull'occupazione totale pari solo al 18,3 per cento. Nessun altro Paese avanzato registra un peso così preponderante di piccole imprese.

A fronte di questa struttura dimensionale costituita da tantissime piccole imprese e poche grandi imprese si riscontrano, come vedremo, vari elementi comuni in termini di proprietà e di controllo.

La concentrazione della proprietà – Il grado di concentrazione della proprietà può essere misurato dalle quote di capitale detenute dal primo azionista. Nel complesso la proprietà delle imprese italiane è molto concentrata, come emerge dai risultati delle Indagini campionarie svolte dalla Banca d'Italia e riportati nella Tavola 1. Nel 2003 per le imprese italiane non quotate, la dimensione media della quota di proprietà detenuta dal primo azionista era pari al 64,7 per cento del capitale

lievemente in calo rispetto al 66 per cento di dieci anni prima. Anche per quanto riguarda i gruppi quotati alla Borsa di Milano la proprietà risulta concentrata anche se il calo rispetto a dieci anni prima è più marcato: la quota media del primo azionista è passata dal 67 per cento del 1993 al 52,7 per cento del 2003. Questa minore concentrazione è stata favorita dai processi di privatizzazione delle imprese ex-pubbliche avvenuti a partire dal 1993-1994.

La tipologia di proprietari - La proprietà diretta delle imprese italiane (non quotate) è detenuta per lo più da persone fisiche. Nel 2003 la quota media posseduta da individui era pari al 65 per cento (Bianchi, Bianco, Giacomelli, Paccès e Trento, 2005, p. 90). La seconda tipologia di proprietari più diffusa era quella delle imprese finanziarie appartenenti a gruppi (incluse le holding) il cui peso è pari al 13 per cento; seguivano le imprese non finanziarie con l'8 per cento e le imprese estere con il 5 per cento.

Modalità di esercizio del controllo - I risultati dell'indagine della Banca d'Italia (Bianchi, Bianco, Giacomelli, Paccès e Trento, 2005, p. 93-95) confermano il fatto che di gran lunga la tipologia di soggetto controllante più diffusa è quella delle persone fisiche: tre quarti delle imprese infatti ha una persona fisica come soggetto ultimo controllante, la restante quota di controllanti è rappresentata da finanziarie di gruppo (13 per cento), imprese non finanziarie (7 per cento) e soggetti esteri (4 per cento, Tav.2). Rispetto a dieci anni prima (1993) la quota delle imprese controllate da persone fisiche è pressoché immutata, mentre è aumentato il peso dei gruppi (dall'8,6 al 13 per cento) e dei soggetti esteri. Le banche (imprese finanziarie private) hanno un ruolo sostanzialmente nullo nel controllo delle imprese italiane.

I modelli di controllo- Tenendo conto non solo delle quote proprietarie ma anche di altri strumenti utili per l'esercizio del controllo come i patti parasociali e i legami di parentela tra le persone fisiche si può costruire una mappa delle tipologie principali di modelli di controllo.

Le ricerche della Banca d'Italia confermano inoltre la natura familiare del capitalismo italiano. Il modello di controllo più frequente (46 per cento del totale delle imprese, Tav. 3) è infatti quello esercitato congiuntamente da più persone fisiche legate da vincoli di parentela (controllo familiare). La seconda tipologia è quella del controllo assoluto (22,3 per cento) quando cioè una singola persona fisica detiene la maggioranza del capitale. Il controllo mediante gruppi è la terza tipologia (17,0 per cento) seguita dal controllo di coalizione (13,0 per cento) che costituisce il caso in cui il controllo è esercitato da più persone fisiche non legate da vincoli di parentela. Trascurabile è in Italia il peso del controllo a supervisione finanziaria, quando cioè figurano tra i controllanti banche e altri intermediari finanziari. Quest'ultimo aspetto rappresenta un importante elemento di diversità tra il capitalismo italiano e quello di altri Paesi dell'Europa continentale come la Francia e la Germania nei quali invece le banche svolgono una rilevante funzione nella governance delle imprese non finanziarie.

Nel complesso questi risultati mostrano l'assoluta prevalenza del carattere personalistico-famigliare degli assetti di controllo delle imprese italiane non quotate. Il 96 per cento delle imprese infatti risulta controllato da persone fisiche spesso legate da vincoli di parentela.

Il modello di controllo familiare inoltre è spesso preservato dal ricorso a clausole statutarie e patti parasociali che ostacolano la trasferibilità delle quote azionarie ed è consolidato da accordi di voto e consultazione (Bianchi, Bianco, Giacomelli, Paccès e Trento, 2005, p. 102).

Per quanto riguarda le società quotate risulta molto rilevante l'appartenenza a gruppi piramidali che costituiscono uno strumento per accrescere a parità di capitale azionario investito il capitale controllato (sono gruppi piramidali la Fiat, Mediaset, Telecom, Eni, e così via). Nel 2001 infatti il 67,5 per cento delle società non finanziarie quotate in Italia risultava appartenere a gruppi (Bianchi, Bianco, Giacomelli, Paccès e Trento, 2005, p. 127-128). Quest'ampia diffusione dei gruppi piramidali associata alla forte concentrazione della proprietà conferma la forte differenza tra il

capitalismo italiano e quello prevalente nei paesi anglo-sassoni ma anche rispetto ad alcuni paesi dell'Europa continentale vista la maggiore diffusione dei gruppi piramidali.

Rispetto al 1993 tuttavia la modalità di controllo mediante gruppi piramidali ha sperimentato una diminuzione di importanza relativa e a ciò corrisposto la diffusione di modelli di controllo coalizionali, fondati su meccanismi formali o informali (come i patti di sindacato) di coordinamento tra azionisti rilevanti.

8. Il trasferimento del controllo

Abbiamo stabilito che l'impresa familiare non rappresenta un oggetto di antiquariato, un fenomeno arcaico che dovrebbe venir meno con il procedere di un presunto processo di modernizzazione ma che essa rappresenta una tipologia di controllo molto diffusa in tutti i paesi e particolarmente frequente in Europa (e in Asia).

I vari sistemi di mercati si distinguono però non solo sotto il profilo delle tipologie prevalenti di soggetti controllanti ma anche secondo le modalità con cui il controllo delle imprese viene trasferito da un soggetto a un altro ossia dalla "dinamica" del controllo. Si tratta di un aspetto rilevante. Infatti può accadere che i soggetti che governano l'impresa non siano più adatti a gestirla magari perché ci sono stati mutamenti strutturali nel contesto competitivo, come l'ingresso di nuovi concorrenti particolarmente efficienti e aggressivi o cambiamenti nel paradigma tecnologico prevalente.

Nei paesi anglosassoni esistono sviluppati mercati della proprietà e del controllo delle imprese che facilitano la riallocazione del controllo dai soggetti che lo detenevano in origine (proprietari-fondatori o managers) a favore di nuovi soggetti più capaci di valorizzare l'impresa stessa. Si tratta di trasferimenti che spesso avvengono anche senza il consenso dei soggetti sino a quel momento alla guida dell'impresa.

Nei paesi a proprietà concentrata il mercato del controllo societario di solito è assente o poco sviluppato e il trasferimento del controllo avviene spesso su iniziativa del soggetto in carica (trasferimento consensuale).

Per le imprese familiari il cambio di controllo può avvenire in due situazioni: come successione delle nuove generazioni alle precedenti o perché la famiglia controllante decide spontaneamente di vendere a soggetti terzi l'azienda.

In Italia nel 60 per cento dei casi i trasferimenti di controllo avviene all'interno della famiglia mentre il restante 40 per cento è costituito da cessioni di controllo a favore di persone esterne alla famiglia, che possono essere definiti come trasferimenti di mercato (Bianco, Bianchi, Giacomelli, Paces e Trento, p. 103-104). La frequenza dei trasferimenti familiari ha un picco di solito dopo 20-24 anni dalla fondazione dell'impresa e un altro dopo 45-49 anni a prova del fatto che per lo più si tratta di avvicendamenti generazionali alla guida dell'azienda.

In questi anni il problema del ricambio generazionale è molto rilevante in Italia. Un'intera generazione di imprenditori infatti sta via via ritirandosi a vita privata. I segni del ricambio generazionale in corso emergono dai dati relativi all'età media degli imprenditori italiani. Nelle imprese industriali con oltre 50 addetti la quota di imprenditori con 65 anni e oltre è scesa dal 37,4 per cento del 2002 al 24,4 del 2006, mentre l'incidenza degli imprenditori con età compresa tra i 35 e i 55 anni è salita dal 29,1 al 43,9 per cento Banca d'Italia (2007, p.103).

Gli imprenditori sembrano sensibili al problema e infatti nel 2003 nel 61 per cento delle imprese si riscontravano forme di programmazione della successione mediante ad esempio la cessione di quote di proprietà ai figli (Giacomelli e Trento, 2005). Le situazioni economiche dell'impresa sono diverse subito prima dei due tipi di cambio di controllo. Nel caso di successioni generazionali infatti l'impresa non presenta di solito perdite o difficoltà finanziarie. Al contrario la vendita a terzi (non familiari) dell'azienda è spesso preceduta da perdite e difficoltà economico-finanziarie.

Va osservato inoltre che in Italia non esiste un vero mercato della proprietà delle imprese e le cessioni di controllo avvengono per lo più tramite contatti personali tra venditore e compratore (cioè

senza intermediari specializzati tipo banche d'affari) e i trasferimenti al di fuori della famiglia proprietaria sono rivolti spesso verso soggetti già legati in qualche modo all'impresa stessa. I nuovi controllanti sono infatti ex dipendenti dell'azienda, o soci di minoranza, o clienti dell'azienda.

9. La proprietà familiare ha effetti benefici sull'impresa?

Alcuni studiosi ritengono che le imprese familiari siano meno efficienti delle imprese non familiari (Burkart, Panunzi e Shleifer, 2003). La proprietà familiare è, come si è già osservato, un esempio di proprietà concentrata e quindi nelle imprese familiari possono presentarsi rischi di comportamenti opportunistici da parte della famiglia controllante ai danni degli azionisti di minoranza; se i benefici privati sono rilevanti, inoltre, la famiglia controllante potrebbe essere riluttante a cedere il controllo anche di fronte a situazioni che lo renderebbero profittevole o necessario. Può accadere, in particolare, che l'impresa familiare sia gestita in modo inefficiente ma questo non si traduca in una sostituzione dei controllanti dato il fatto che in tutte le imprese a proprietà concentrata i cambi di controllo avvengono solo con il consenso del controllante in carica. Questo rinvio del cambio di proprietà potrebbe pregiudicare la sopravvivenza stessa dell'impresa nel medio termine con grave danno per tutti i soggetti coinvolti (dagli azionisti di minoranza ai creditori, dai lavoratori ai clienti).

Ma l'impresa familiare presenta anche dei punti di forza: la maggiore flessibilità e rapidità nelle decisioni; la minore separazione tra proprietà e controllo che la connota fa sì che la famiglia proprietaria sia più incentivata a controllare il modo in cui l'azienda è gestita. L'impresa familiare inoltre ha un approccio più a lungo termine e questa maggiore pazienza può avere effetti positivi sia sulle strategie di investimento sia sulle politiche di gestione delle risorse umane che possono essere impostate su relazioni a maggiore durata rispetto alle imprese a proprietà diffusa (e a ricambio più frequente del controllo). La stabilità del controllo potrebbe ad esempio consentire di investire più risorse nella formazione dei dipendenti, soprattutto per l'acquisizione di competenze (*skills*) specifiche per l'azienda stessa.

Con riferimento alle 500 più grandi imprese statunitensi dell'indice Standard & Poor analizzate dal 1992 al 1999, Anderson e Reeb (2003) osservano che le imprese familiari rappresentano il 35 per cento del totale. Le imprese familiari del campione mostrano una performance migliore rispetto a quelle non familiari. In particolare, tenuto conto del settore e delle caratteristiche aziendali, le imprese nelle quali il controllo è rimasto nelle mani della famiglia fondatrice hanno risultati in termini di redditività migliori rispetto alle imprese non familiari. Questo risultato vale sia per le imprese familiari "giovani" (meno di 50 anni di vita) sia per quelle più "vecchie" (oltre 50 anni di vita). Risultati diversi vengono riscontrati a seconda di chi ricopre le cariche operative: nelle imprese familiari la profittabilità è migliore rispetto alle imprese non familiari solo se il CEO è il fondatore o un manager esterno; così non accade nel caso in cui il CEO sia un figlio o un discendente del fondatore. Quindi un coinvolgimento diretto della famiglia nella gestione dell'impresa ha effetti positivi solo se si tratta della prima generazione (il fondatore). Questi risultati sono confermati, sempre per le imprese familiari statunitensi, anche da Villalonga e Amit, (2006).

Invece Miller, Le Breton-Miller, Lester e Cannella (2007) analizzando le prime 1.000 imprese per dimensione della graduatoria di *Fortune* nel periodo 1996-2000 ottengono risultati diversi. Le imprese familiari che hanno risultati migliori rispetto alle imprese non familiari sono solo quelle con proprietari individuali senza parenti associati. E' chiaro che le imprese con un singolo soggetto controllante hanno meno conflittualità gestionali rispetto alle aziende con famiglie vere e proprie che si ripartiscono la proprietà e la gestione. Ma il nodo cruciale è se in effetti si possa parlare davvero di imprese familiari quando si tratta di aziende controllate da un singolo individuo in assenza di coinvolgimento di suoi parenti.

Con riferimento ad un campione di 1.672 imprese non finanziarie europee Maury (2006) accerta che le imprese a proprietà familiare hanno una profittabilità più elevata rispetto a imprese non familiari. Questo beneficio è associato con quote di proprietà non superiori al 50 per cento. Sono in particolare le imprese nelle quali almeno una delle posizioni di top management è ricoperta da un membro della famiglia proprietaria quelle che godono di risultati migliori; viceversa se la proprietà familiare si accompagna al non coinvolgimento diretto della famiglia nella gestione viene meno il vantaggio di redditività rispetto alle imprese non familiari. Questi risultati sembrano indicare che quando la quota di proprietà è molto forte rischiano di crearsi conflitti ai danni degli azionisti di minoranza e che d'altro lato, l'attivismo familiare può rappresentare uno strumento per controllare il management e per migliorare la gestione dell'impresa con beneficio per tutti gli azionisti. Altro risultato importante che viene trovato da Maury (2006) è che se la protezione legale delle minoranze azionarie è debole l'effetto benefico della proprietà familiare viene meno: in questo caso si accresce infatti il rischio di comportamenti opportunistici della famiglia controllante ai danni degli azionisti di minoranza.

Barontini e Caprio (2005) hanno analizzato un campione di imprese familiari dell'Europa continentale e hanno stabilito che le imprese familiari fanno maggior ricorso, rispetto alle imprese non familiari, a strumenti che rafforzano (e congelano) il controllo come la formula del gruppo piramidale e le azioni a diverso diritto di voto; allo stesso tempo, però, l'effetto del controllo familiare sui risultati aziendali è positivo, sia utilizzando dati di bilancio sia utilizzando indici di valutazione del mercato borsistico. La presenza del fondatore sia in veste di CEO sia come direttore non esecutivo avrebbe effetti molto positivi sui risultati dell'impresa. La performance delle imprese familiari europee resterebbe migliore o uguale a quella delle imprese non familiari anche quando il controllo viene tramandato alle generazioni successive.

Sraer e Thesmar (2004) studiano il caso delle imprese familiari francesi (tra il 1994 e il 2000) e mostrano che esse hanno risultati migliori rispetto alle imprese non familiari in termini di redditività e che tale vantaggio deriverebbe dal fatto che la maggiore stabilità della proprietà familiare si associa a maggiore sicurezza del posto di lavoro per i dipendenti e a salari più bassi.

Con riferimento a un campione di imprese italiane quotate nel periodo 1998-2003, Favero, Giglio, Honorati e Panunzi (2006) raggiungono risultati meno univoci. La migliore performance delle imprese familiari italiane rispetto alle imprese non familiari dipende anche dalla metodologia che si usa per misurare la redditività (dati di bilancio o dati di mercato borsistico).

In generale, un "buon" sistema di governo delle imprese si misura tenendo conto di vari aspetti: i) se è in grado di garantire agli investitori un giusto rendimento del loro capitale investito nell'impresa e quindi assicurare all'impresa risorse sufficienti per la crescita; ii) se prevede meccanismi di "punizione" dei soggetti (manager o proprietari-manager) che gestiscono l'impresa in maniera inefficiente; iii) se il valore di mercato dell'impresa è superiore a quello di imprese simili (per dimensione, settore, e altri aspetti).

Sotto il primo profilo, come è stato argomentato nei paragrafi precedenti, in Italia è molto frequente l'utilizzo di forme di governo societario fondate su meccanismi come i gruppi piramidali, gli incroci azionari, le clausole statutarie, i sindacati di voto che rendono le imprese italiane meno soggette al rischio di scalate ostili e consolidano il controllo (*entrenchment*). I rischi di comportamenti opportunistici ai danni degli investitori non controllanti sono pertanto molto elevati nel nostro Paese e questo fa sì da un lato, che chi controlla, potendo ricavare elevati benefici privati, è restio ad aprire il capitale, e d'altro lato, che gli investitori siano meno disposti ad assumere partecipazioni di minoranza nelle imprese italiane. Queste peculiarità di governance influiscono sulle opportunità di crescita dimensionale delle imprese italiane che infatti sono in media più piccole delle imprese di altri paesi a parità di specializzazione settoriale.

Volpin (2002) analizzando tutte le imprese non finanziarie quotate alla Borsa di Milano dal 1986 al 1997 raggiunge risultati interessanti sotto gli altri due profili: ii) e iii). In particolare, viene confermata la tesi che, in Italia, i soggetti controllanti siano protetti dal rischio di essere sostituiti anche se gestiscono in modo inefficiente le aziende: la probabilità di ricambio del top management e la sensibilità di questo ricambio ai risultati dell'impresa è significativamente più bassa nel caso in cui il management in questione appartenga alla famiglia che controlla l'impresa stessa. Il ricambio è più influenzato dai risultati nel caso in cui l'impresa è controllata da un patto di sindacato, che rappresenta una forma di controllo più instabile rispetto al controllo familiare e quindi rende l'impresa relativamente più esposta alla possibilità di acquisizioni ostili. Il nesso tra ricambio del management e performance è invece più debole per i gruppi piramidali. I gruppi piramidali tra l'altro hanno un valore di mercato più basso rispetto ad analoghe imprese non piramidali, segno che l'opacità del governo dei gruppi non è apprezzata dagli investitori.

Il ricambio del management è molto più basso al vertice dei gruppi piuttosto che nelle società controllate: questo indica che al vertice delle piramidi si insediano soggetti controllanti che sono protetti (*entrenched*) dal vaglio del mercato mentre i manager delle società controllate sono soggetti alla supervisione di chi controlla il vertice del gruppo stesso.

Questa breve rassegna dei recenti studi empirici sulle imprese familiari di vari paesi del mondo sembra evidenziare quindi che in media la proprietà familiare soprattutto se non troppo elevata ha effetti benefici sui risultati dell'impresa in termini di redditività.

Certo è prematuro sancire che le imprese familiari siano necessariamente una soluzione di governo dell'impresa "superiore" rispetto ad altre. La performance d'impresa infatti non è misurabile solo in termini di profitto o di valutazione di borsa di breve termine ma dovrebbe tener conto anche di aspetti dinamici come la crescita dimensionale e l'attività di innovazione tecnologica sia di prodotto sia di processo.

I risultati raggiunti dai vari studiosi citati sono comunque importanti e sembrano smentire la tesi di chi ritiene che la natura "familiare" sia unicamente deleteria nella vita aziendale. L'elevata diffusione delle imprese familiari in quasi tutti i paesi del mondo, la persistenza nel tempo di questo modello di governance e le prove citate di risultati positivi possono essere la base per respingere l'idea che l'impresa familiare sia solo un reperto di antiquariato industriale destinato a scomparire per lasciare posto ad altri modelli organizzativi.

Le analisi relative al caso italiano ci indicano che l'impresa familiare è di gran lunga il modello prevalente. Proprio in questi anni tuttavia questo modello sta attraversando una delicata fase di transizione da una generazione alla successiva. Ci sono vari elementi delicati a riguardo. Non esiste una regola generale, i figli o i nipoti dell'imprenditore fondatore o del genitore proprietario possono avere grande talento imprenditoriale o non averne affatto. Per assicurare all'impresa un governo societario efficiente, il trapasso generazionale dovrebbe avvenire con la massima razionalità: l'erede, se destinato ad assumere cariche operative, dovrebbe essere confrontato con possibili alternative esterne; l'operazione dovrebbe vedere coinvolti istituti specializzati (ad esempio, banche d'affari, fondi di private equity ma anche investitori istituzionali), e questo accade molto di rado in Italia (Bianchi, Bianco, Giacomelli, Paces e Trento, 2005). La tutela degli interessi patrimoniali degli eredi non dovrebbe essere confusa con l'interesse a salvaguardare la buona gestione dell'azienda. Del resto, come abbiamo visto, l'evidenza empirica sembra indicare che, in media, solo nel caso della prima generazione (quella del fondatore) si hanno benefici certi dal coinvolgimento della famiglia nella gestione dell'azienda. D'altro lato, va osservato che il ricambio generazionale potrebbe rappresentare un'occasione di rafforzamento per le imprese italiane. La generazione che sta per ritirarsi infatti sembrava orientata soprattutto ai profili di manifattura dell'attività di impresa con minore interesse per le funzioni finanziarie e commerciali. Nell'attuale

contesto competitivo invece il successo delle imprese italiane può dipendere in misura rilevante proprio dagli aspetti di marketing, di promozione, di sviluppo delle reti distributive, dalla crescita dimensionale piuttosto che dal solo aspetto produttivo. Le nuove generazioni che spesso hanno livelli di istruzione più elevati rispetto agli imprenditori-fondatori sono certamente più sensibili a questi nuovi aspetti della competizione.

Tav. 1 - Ripartizione delle imprese italiane non quotate secondo la dimensione della prima quota di proprietà (valori percentuali)

Dimensione della prima quota proprietaria	1993	2003
0-50	39,8	39,0
Da 50 a 100	60,2	61,0
Totale	100,0	100,0
Valore medio della prima quota	66,0	64,7

Fonte: *Bianchi, Bianco, Giacomelli, Pacces e Trento, 2005.*

Tav. 2 – Distribuzione delle imprese non quotate per tipologia di soggetto controllante (valori percentuali)

Tipologia del controllante	1993	2003
Persona fisica	76,2	75,0
Impresa estera	3,2	4,3
Impresa o ente pubblico	1,2	0,2
Impresa finanziaria di gruppo	8,6	13,1
Impresa privata non finanziaria	10,8	7,2
Impresa finanziaria privata	0,0	0,2
TOTALE	100,0	100,0

Fonte: *Bianchi, Bianco, Giacomelli, Pacces e Trento, 2005.*

Tav. 3 – Modelli di controllo delle imprese italiane non quotate nel 2003

Modello di controllo	Quota percentuale delle imprese
Controllo assoluto	22,3
Controllo di gruppo	17,0
Controllo familiare	46,0
Controllo di coalizione	13,0
Controllo a supervisione finanziaria	0,4
Controllo pubblico	0,2
Proprietà diffusa	0,9
Totale	100,0

Fonte: *Bianchi, Bianco, Giacomelli, Pacces e Trento, 2005.*

Riferimenti bibliografici

- Almeida H. e D. Wolfenzon (2006), A Theory of Pyramidal Ownership and Family Business Groups in *The Journal of Finance*, vol. 61, n. 6, pp. 2637-2679.
- Anderson, R. e D. M. Reeb (2003), Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500 in *The Journal of Finance*, vol. 58, 3, pp. 1301-1327.
- Banca d'Italia (2007), *Relazione annuale sul 2006*, Roma.
- Barontini, R. e L. Caprio (2005), *The Effect of Family Control on Firm Value and Performance. Evidence from Continental Europe*, ECGI Finance Working paper n. 88, June.
- Bennedsen, M., K. Meisner Nielsen, F. Perez-Gonzalez e D. Wolfenzon (2007), Inside the Family Firm: The Role of Families in Succession Decisions and Performance in *Quarterly Journal of Economics*, May, pp.647-691.
- Berle, A. e G. Means (1932), *The Modern Corporation and Private Property*, New York, MacMillan.
- Bertrand, M. e A. Schoar (2006), The Role of Family in Family Firms in *Journal of Economic Perspectives*, vol. 20, n. 2, pp. 73-96.
- Bianchi, M., M. Bianco, S. Giacomelli, A.M. Paces e S. Trento (2005), *Proprietà e controllo delle imprese in Italia*, Bologna, il Mulino.
- Burkart, M., F. Panunzi e A. Shleifer (2003), Family Firms in *The Journal of Finance*, vol. 58, n. 5, pp. 2167-2201.
- Caselli, F. e Gennaioli, N. (2003), *Dynastic Management* in CEPR Discussion Paper n. 3767.
- Chandler, A. D. (1977), *The Visible Hand: The Managerial Revolution in American Business*, Cambridge (MA), The Belknap Press of Harvard University Press.
- Chandler, A. D. (1990), *Scale and Scope. The Dynamics of Industrial Capitalism*, Cambridge (MA), The Belknap Press of Harvard University Press.
- Dyck, A. e L. Zingales (2004), Private Benefits of Control: An International Comparison in *The Journal of Finance*, vol. 59, n. 2, pp. 537-600.
- Faccio, M. e L. H. P. Lang (2002), The Ultimate Ownership of Western European Corporations in *Journal of Financial Economics* 65, pp. 365-395.
- Faccio, M. (2006), Politically Connected Firms in *American Economic Review*, March, v. 96, 1, pp. 369-386.
- Favero, C.A., S. W. Giglio, M. Honorati e F. Panunzi (2006), *The Performance of Italian Family Firms*, CEPR Discussion papers n. 5786.
- Giacomelli, S. e S. Trento (2005), *Proprietà, controllo e trasferimenti nelle imprese italiane. Cosa è cambiato nel decennio 1993-2003?*, Banca d'Italia, Temi di Discussione n. 550.

- La Porta, R. F. Lopez-de-Silanes e A. Shleifer (1999), Corporate Ownership around the World, in *The Journal of Finance*, vol. 54, n. 2, pp. 471-517.
- La Porta, R. F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer e R.W. Vishny (1997), Legal Determinants of External Finance, in *The Journal of Finance*, vol. 52, n. 3, pp. 1131-1150.
- Maury, B. (2006), Family Ownership and Firm Performance: Empirical Evidence from Western European Corporations in *Journal of Corporate Finance*, 12, pp. 321-341.
- Miller, D. e I. Le Breton-Miller (2005), *Mantenere il successo. Lezioni di vantaggio competitivo dalle grandi imprese familiari*, Milano, ETAS.
- Miller, D., I. Le Breton-Miller, R. H. Lester e A.A. Cannella Jr. (2007), Are Family Firms Really Superior Performers? in *Journal of Corporate Finance*, 13, pp. 829-858.
- Morck, R.K., D.A. Stangeland e B. Yeung (2000) "Inherited Wealth, Corporate Control, and Economic Growth" in R.K. Morck (ed.), *Concentrated Corporate Ownership*, NBER Conference Volume, Chicago, Chicago University Press.
- Nenova, T. (2003), The Value of Corporate Votes and Control Benefits: A Cross-Country Analysis in *Journal of Financial Economics*, 68, pp. 325-351.
- Sraer, D. e D. Thesmar (2004), *Performance and Behaviour of Family Firms: Evidence from the French Stock Market*, mimeo, Paris, ENSAE, CREST.
- Villalonga, B. e R., Amit (2006), *Benefits and Costs of Control-enhancing Mechanism in U.S. Family Firms*, in Working Paper, Harvard Business School, May.
- Volpin, P. (2002), Governance with Poor Investor Protection: Evidence from Top Executive Turnover in Italy in *Journal of Financial Economics*, 64, pp. 61-90.

